



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2019

---

## **Unternehmensbewertungen von nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaften im Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht**

Jentsch, Valentin

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-198453>

Journal Article

Published Version

Originally published at:

Jentsch, Valentin (2019). Unternehmensbewertungen von nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaften im Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht. Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, 14(2):218-243.



Valentin Jentsch\*

## Unternehmensbewertungen von nicht börsenkotierten Kapital- gesellschaften im Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht

### Inhaltsübersicht

- I. Einführung in die Thematik
- II. Rechtliche Grundlagen
  1. Bewertungsaufgabe und Anforderungen an die bewertende Person
    - 1.1 Bewertungsaufgabe: Aufgabe und Funktion der bewertenden Person
    - 1.2 Anforderungen an die bewertende Person
  2. Rechtliche und ausserrechtliche Bewertungsanlässe
    - 2.1 Unterscheidung von gesetzlich erforderlichen und anderen Bewertungen
    - 2.2 Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht: Wertbestimmung und Überprüfung der Bewertung
  3. Bewertungszweck und Wertkonzeption
    - 3.1 Bewertungszweck: Beratung, Argumentation und Kontrolle oder Vermittlung
    - 3.2 Konzeption als objektiver, subjektiver oder objektivierter Unternehmenswert
  4. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden
    - 4.1 Rechtsprechungsübersicht für das Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht
    - 4.2 Rechtsvergleich: Entwicklungslinien in der deutschen Rechtsprechung
  5. Zeitpunkt der Unternehmensbewertung
    - 5.1 Stichtagsprinzip: Festlegung eines Bewertungsstichtags
    - 5.2 Berücksichtigung von Veränderungen nach dem Bewertungsstichtag
  6. Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe
    - 6.1 Rechtsproblem, insbesondere Unterscheidung von Rechts- und Tatfragen
    - 6.2 Rolle der Parteien, des Experten und des Richters: *ludex non calculat?*
- III. Ausgewählte Rechtsfragen
  1. Mandatsannahme: Anforderungen an die Unabhängigkeit der bewertenden Person
    - 1.1 Berater des Käufers oder Verkäufers oder einer anderen Partei
    - 1.2 Sachverständige Person, Schiedsgutachter, neutraler Gutachter oder Vermittler
    - 1.3 Revisionsstelle, Prüfstelle oder Ersteller einer Fairness Opinion
  2. Mandatsabwicklung: Möglichkeiten und Grenzen von Zu- und Abschlägen im Bewertungsverfahren
    - 2.1 Unternehmensgrösse: Abschlag für kleine und mittlere Unternehmen

- 2.2 Liquidität: Fungibilitätsabschlag
- 2.3 Beteiligungsquote und damit verbundene Mitwirkungs- und Kontrollrechte
- 2.4 Abschlag für Schlüsselpersonen
- 2.5 Konglomeratsabschlag
3. Dokumentation und Berichterstattung: Konsequenzen für die Haftung der bewertenden Person
  - 3.1 Werturteil in Form eines detaillierten Gutachtens
  - 3.2 Werturteil in Form eines Kurzgutachtens
  - 3.3 Wertüberlegungen in einem Bericht zur Wertberechnung
- IV. Zusammenfassung und Fazit

### I. Einführung in die Thematik

Ein praktisch äusserst relevantes, in der schweizerischen juristischen Literatur aber nach wie vor unterbeleuchtetes Forschungsgebiet ist das Recht der Unternehmensbewertung.<sup>1</sup> Anders in Deutschland, wo es bereits mehrere Standardwerke zu dieser Thematik gibt und wo sich in den vergangenen Jahren etwa eine Arbeitsgruppe um HOLGER FLEISCHER mit der Vermessung dieses vielschichtigen Forschungsfeldes aus rechtlicher Sicht vertieft auseinandergesetzt hat.<sup>2</sup> In eine ähnliche Richtung

<sup>1</sup> Vgl. jedoch ETIENNE SCHÖN, Unternehmensbewertung im Gesellschafts- und Vertragsrecht, Diss. Zürich 2000. Siehe aber auch TOBIAS HÜTTICHE/GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, Unternehmensbewertung und Rechtsprechung: Hinweise für die Bewertungs- und Beratungspraxis, *Anwaltsrevue* 2018, 319–324; GIORGIO MEIER-MAZZUCATO/TOBIAS HÜTTICHE, Einige steuerliche und rechtliche Aspekte bei der Unternehmensbewertung, in: ANDREA MATHIS/ROLF NOBS (Hrsg.), *Jahrbuch Treuhand und Revision* 2018, Zürich 2018, 7–52.

<sup>2</sup> Vgl. dazu HOLGER FLEISCHER/RAINER HÜTTEMANN (Hrsg.), *Rechtshandbuch Unternehmensbewertung*, Köln 2015; BERNHARD GROSSFELD/ULRICH EGGER/WOLF ACHIM TÖNNES, *Recht der Unternehmensbewertung*, 8.A., Köln 2016. Siehe insbesondere auch HOLGER FLEISCHER/MARCO MAUGERI, *Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und Italien*, RIW 2013, 24–33; HOLGER FLEISCHER/STEPHAN SCHNEIDER/MARLEN THATEN, *Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und den Vereinigten Staaten*, *Der Konzern* 2013, 61–75; HOLGER FLEISCHER/FELIX JAEGER, *Gesellschaftsrechtliche Anteilsbewertung in Frankreich gemäss Art. 1843–4 Code civil: Eine Vorstudie zur Komparatistik im Recht der Unternehmensbewertung*, *RabelsZ* 77 (2013) 4, 693–722; EIJI TAKAHASHI/HOLGER FLEISCHER/HARALD BAUM, *Unternehmensbewertung im Recht der Aktiengesellschaft: Ein japanisch-deutscher Rechtsvergleich*, *ZJapanR* 18 (2013) 36, 1–53; HOLGER FLEISCHER, *Unternehmensbewertung bei aktien-*

\* Dr. iur., LL.M., Rechtsanwalt; FAN Fellow an der Universität Zürich, Gastwissenschaftler an der Humboldt-Universität zu Berlin.

gehen die Entwicklungen in Österreich, wie das Thema einer Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung Österreichs aus dem Jahr 2014 zeigt.<sup>3</sup>

Ein weiterer Grund, um sich mit dem Recht der Unternehmensbewertung gerade jetzt etwas näher zu beschäftigen, mag darin liegen, dass EXPERTsuisse im September 2018 eine überarbeitete Fachmitteilung zur Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU) (die «Fachmitteilung») veröffentlicht hat, deren Beachtung für Unternehmensbewertungen von Schweizer KMU ab dem 1. Januar 2019 empfohlen wird.<sup>4</sup> Mit einer erst kürzlich erschienenen Kommentierung dieser Fachmitteilung haben TOBIAS HÜTTCHÉ und GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, die mit der Revision derselben betrauten Fachleute, auch diesbezüglich schon wichtige Grundlagenarbeit geleistet, woran angeknüpft werden soll.<sup>5</sup>

Ob und inwiefern bei der Bewertung von KMU ganz allgemein Besonderheiten zu beachten sind, ist im Rahmen dieses Aufsatzes (mit einer Ausnahme) nicht näher zu behandeln.<sup>6</sup> Bemerkenswert ist allerdings, dass sich die Fachmitteilung ausschliesslich mit der Bewertung von KMU befasst, während das Regelwerk des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW), der Branchenorganisation in Deutschland, der IDW Standard betreffend Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1), lediglich in einem Abschnitt auf die Besonderheiten bei der Bewertung von KMU eingeht.<sup>7</sup> Auch das österreichische Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation des Instituts für Betriebswirtschaft, Steuerrecht und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung (KFS BW1) behandelt KMU bloss in einem

Abschnitt.<sup>8</sup> Die Rechtsnatur der Fachmitteilung soll hier jedoch nicht näher untersucht werden, ebenso wenig wie deren praktische Bedeutung oder der Stellenwert von IDW und IDW S 1 in Deutschland oder KFS BW1 in Österreich.<sup>9</sup>

Besondere Schwierigkeiten stellen sich im Rahmen einer Unternehmensbewertung naturgemäss bei Gesellschaften ohne Zugang zum organisierten Kapitalmarkt, da für deren Wert kein Marktpreis verfügbar ist, der sich aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage ergibt und worauf anlässlich einer Bewertung abgestützt werden könnte. Häufig handelt es sich bei diesen Gesellschaften um KMU, wobei dies nicht notwendigerweise der Fall sein muss. Der vorliegende Aufsatz setzt sich deshalb gerade mit der Bewertung von nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften auseinander, insbesondere aus einer gesellschafts- und umstrukturierungsrechtlichen Perspektive. Aufgrund dieses Zuschnitts nicht thematisiert werden daher sämtliche Fragestellungen mit Bezug auf (kapital-) marktorientierte Bewertungsmethoden.<sup>10</sup>

Ziel des vorliegenden Aufsatzes ist es, die für die Bewertung von Kapitalgesellschaften ohne Börsennotierung massgeblichen rechtlichen Regeln aus einer gesellschafts- und umstrukturierungsrechtlichen Perspektive darzustellen und einigen zentralen Fragestellungen, die sich daraus ergeben, etwas tiefer nachzugehen. Der vorliegend verfolgte, interdisziplinäre und rechtsvergleichende Forschungsansatz basiert im Wesentlichen auf der Überlegung, dass die entsprechenden Bewertungen in verschiedenen Situationen und Konstellationen unterschiedlich vorzunehmen sind, namentlich indem die jeweiligen rechtlichen Vorschriften insbesondere nach ihrem Sinn und Zweck auszulegen und zu interpretieren sind. Dies dürfte im Schrifttum zwar mittlerweile breit anerkannt sein, doch vertiefende rechtliche Untersuchungen in diesem Bereich fehlen bisher noch grösstenteils, zumindest im schweizerischen Rechtskreis.<sup>11</sup>

rechtlichen Abfindungsansprüchen: Bestandsaufnahme und Reformperspektiven im Lichte der Rechtsvergleichung, AG 2014, 97–114.

<sup>3</sup> Vgl. hierzu EVELINE ARTMANN/FRIEDRICH RÜFFLER/ÜLRICH TORGGGLER (Hrsg.), Unternehmensbewertung und Gesellschaftsrecht, Gesellschaftsrechtliche Vereinigung Österreichs, Bd. 4, Wien 2014.

<sup>4</sup> Für eine kurze Übersicht zu den wichtigsten Neuerungen: TOBIAS HÜTTCHÉ, Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen: Überarbeitete Fachmitteilung von EXPERTsuisse, EF 2018, 771–772. Für eine etwas ausführlichere Darstellung der Revision: TOBIAS HÜTTCHÉ/GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, Die überarbeitete «Fachmitteilung Unternehmensbewertung von KMU» von EXPERTsuisse: Hintergrund, Anwendung, Umsetzung, in: RETO EBERLE/DAVID OESCH/DIETER PFAFF (Hrsg.), Jahrbuch Finanz- und Rechnungswesen 2019, Zürich 2019, 173–202.

<sup>5</sup> TOBIAS HÜTTCHÉ/GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, Unternehmensbewertung von Schweizer KMU: Kommentierung der Fachmitteilung «Unternehmensbewertung von kleinen und mittleren Unternehmen (KMU)», EXPERTsuisse (Hrsg.), Bd. 190, Zürich 2018.

<sup>6</sup> Vgl. dazu etwa CHRISTIAN ZWIRNER/GREGOR ZIMNY, Unternehmensbewertung von kleinen und mittelgrossen Unternehmen (KMU), BOARD 2015, 135–138. Zur erwähnten Ausnahme hinten unter Ziff. III.2.1.

<sup>7</sup> Vgl. Ziff. 8.3 von IDW S 1. Siehe auch IDW Praxishinweis: Besonderheiten bei der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts kleiner und mittelgrosser Unternehmen (IDW Praxishinweis 1/2014).

<sup>8</sup> Vgl. Ziff. 8.5 von KFS BW1.

<sup>9</sup> Zur Rechtsnatur des IDW S 1 Standards: Beschluss 4 V 5281/00 des FG Hessen vom 7. Januar 2002, Rz. 9 (keine Rechtsnormqualität und daher weder für Gerichte noch für Behörden verbindlich). Zur Geltung und Wirkung von IDW S 1 im deutschen Unternehmensrecht: THILO SCHÜLKE, IDW-Standards und Unternehmensrecht: Zur Geltung und Wirkung privat gesetzter Regeln, Berlin 2014, 295 ff.

<sup>10</sup> Zur Bedeutung marktorientierter Bewertungsmethoden und des Transaktionspreises: FRANK GERHARD, Richterliche vs. marktbezogene Preisfindung bei M&A Transaktionen: Sollen die Richter eigentlich rechnen?, GesKR 2/2017, 215–227, 221 ff. (Vereinigte Staaten), 224 ff. (Schweiz); HOLGER FLEISCHER/CHRISTIAN KOLB, Abfindungsarbitrage und Unternehmensbewertung: Zum Bedeutungsaufschwung marktorientierter Bewertungsmethoden in Delaware, AG 2019, 57–68, 60 ff. (Vereinigte Staaten), 64 ff. (Deutschland).

<sup>11</sup> Zur normzweckadäquaten Unternehmensbewertung im deutschen Recht: CHRISTINA SCHRÖTER, Rechtliche Grundlagen und normzweckadäquate Unternehmensbewertung bei Kapitalgesellschaften, Diss. Köln, Frankfurt a.M. 2017, 150 ff. (Abfindung des ausscheidenden GmbH-Gesellschafters), 173 ff. (Sacheinlagen).

Zunächst sind die rechtlichen Grundlagen für die Unternehmensbewertung einer nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaft zu skizzieren. Dabei soll nicht nur den Fragen nachgegangen werden, *wer* ein solches Unternehmen bewertet, *was* bewertet werden soll und *wozu*, sondern auch *wie* ein solches Unternehmen zu bewerten ist, *wann* und *weshalb*. Anschliessend ist auf drei ausgewählte Rechtsfragen bei der Mandatsannahme, Mandatsabwicklung, Dokumentation und Berichterstattung im Rahmen einer Unternehmensbewertung näher einzugehen. Konkret soll beleuchtet werden, welche Anforderungen an die Unabhängigkeit der bewertenden Person zu stellen sind, wo die Möglichkeiten und Grenzen von Zu- und Abschlägen auf die Kapitalkosten und den Unternehmens- oder Anteilswert liegen und welche Konsequenzen sich aus der Art und der Form der Berichterstattung für die Haftung der bewertenden Person ergeben. Der Aufsatz wird durch eine Zusammenfassung und ein Fazit abgerundet.

## II. Rechtliche Grundlagen

### 1. Bewertungsaufgabe und Anforderungen an die bewertende Person

Zunächst stellt sich die Frage, *wer* eine Unternehmensbewertung zu erstellen hat. Die Vorgaben der Fachmitteilung beziehen sich in dieser Hinsicht offenbar nur auf die bewertende Person und nicht auf die bewertende Gesellschaft (was nicht zu beanstanden ist).<sup>12</sup> Mit diesem Verständnis ist auf einzelne rechtliche Probleme hinzuweisen, welche sich aus der Aufgabe der bewertenden Person und ihrer Funktion sowie aus den Anforderungen an sie ergeben.<sup>13</sup>

#### 1.1 Bewertungsaufgabe: Aufgabe und Funktion der bewertenden Person

Gemäss Fachmitteilung muss im Rahmen der Mandatsannahme zunächst die Aufgabe der bewertenden

Person geklärt und abgegrenzt werden.<sup>14</sup> Damit hängen sowohl der Anlass als auch der Zweck der Bewertung zusammen und daraus ergibt sich schliesslich die Funktion der bewertenden Person.<sup>15</sup> Diese kann entweder als Berater oder aber als sachverständige Person, Schiedsgutachter, neutraler Gutachter oder Vermittler tätig werden.<sup>16</sup> Darüber hinaus übernimmt oft auch die Revisionsstelle, die Prüfstelle im Rahmen einer Umstrukturierung oder einer öffentlichen Übernahme oder die mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragte Person verschiedene Bewertungsaufgaben.<sup>17</sup>

Die Art und der Umfang der Bewertungsaufgabe können entweder eine mehr oder weniger ausführliche Unternehmensbewertung oder bloss gewisse Wertüberlegungen erfordern. Eine Unternehmensbewertung beinhaltet in jedem Fall ein Werturteil, das entweder als eindeutiger Wert (Punktlandung) oder als eindeutige Wertspanne (eine Bandbreite möglicher Unternehmenswerte) angegeben werden kann.<sup>18</sup> Wertüberlegungen sind als vereinfachte Wertfindungen unter einschränkenden Bedingungen zu verstehen und zielen lediglich auf eine Wertindikation oder eine indikative Bandbreite möglicher Werte ab.<sup>19</sup>

Die Art und der Umfang der Bewertungsaufgabe, verbunden mit der Art und der Form der Berichterstattung, wirken sich insbesondere auf die Haftung der bewertenden Person aus.<sup>20</sup>

#### 1.2 Anforderungen an die bewertende Person

Die bewertende Person muss bereits bei der Mandatsannahme verschiedenen Anforderungen genügen. Die Fachmitteilung stellt bestimmte fachliche Anforderungen an die bewertende Person.<sup>21</sup> Erforderlich ist in erster Linie Bewertungskompetenz, d.h. Kenntnis von den der Bewertungslehre zugrundeliegenden Theorien und Modellen sowie die Fähigkeit, diese anzuwenden.<sup>22</sup> Die bewertende Person muss zudem, so die Fachmitteilung, gewissen beruflichen Verhaltensanforderungen genügen.<sup>23</sup> Der oder die in der Schweiz tätige Wirtschaftsprüfer (-in) muss daher die Standes- und Berufsregeln 2007 von EXPERTsuisse (die «Standes- und Berufsregeln») und darüber hinaus auch die Richtlinien zur Unabhän-

<sup>12</sup> Vgl. demgegenüber die gesetzlichen Anforderungen an die Unabhängigkeit der Revisionsstelle bei der ordentlichen Revision gemäss Art. 728 OR, hierzu etwa BSK OR II-WATTER/RAMPINI, Art. 728 N 53 ff. Anders auch die konstante Praxis der UEK im Übernahmerecht, wonach die Kriterien für die besondere Befähigung zur Erstellung von Fairness Opinions sowohl von den beauftragten Personen als auch von der gesuchstellenden Gesellschaft erfüllt sein müssen: Verfügung 485/01 der UEK vom 24. Juni 2011, E. 3; Verfügung 491/01 der UEK vom 27. September 2011, E. 3; Verfügung 502/01 der UEK vom 16. Januar 2012, E. 3; Verfügung 504/01 der UEK vom 23. Februar 2012, E. 3; Verfügung 508/01 der UEK vom 13. April 2012, E. 3; Verfügung 510/01 der UEK vom 25. April 2012, E. 3; Verfügung 558/01 der UEK vom 18. März 2014, E. 3; Verfügung 597/01 der UEK vom 23. März 2015, E. 3; Verfügung 628/01 der UEK vom 23. März 2016, E. 3; Verfügung 632/01 der UEK vom 19. Mai 2016, E. 3; Verfügung 690/01 der UEK vom 2. Mai 2018, E. 3.

<sup>13</sup> Vgl. dazu Ziff. 2.1 (Bewertungsaufgabe) und Ziff. 2.2 (Anforderungen an die bewertende Person) der Fachmitteilung.

<sup>14</sup> Vgl. dazu Ziff. 2.1.1 der Fachmitteilung (Abgrenzung der Bewertungsaufgabe).

<sup>15</sup> Zur Klärung der Bewertungsaufgabe: Ziff. 2.1.2 (Bewertungsanlass), Ziff. 2.1.3 (Bewertungszweck) und Ziff. 2.1.4 (Funktion der bewertenden Person) der Fachmitteilung.

<sup>16</sup> Näheres dazu hinten unter Ziff. II.3.1.

<sup>17</sup> Siehe hierzu auch hinten unter Ziff. III.1.3.

<sup>18</sup> Vgl. Rz. 6 der Fachmitteilung. Siehe etwa auch HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 14.

<sup>19</sup> Vgl. Rz. 6 der Fachmitteilung. Siehe insbesondere auch HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 14.

<sup>20</sup> Ähnlich HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 16. Im Einzelnen dazu hinten unter Ziff. III.3.

<sup>21</sup> Vgl. dazu Ziff. 2.2.1 sowie Rz. 16 und Rz. 17 der Fachmitteilung.

<sup>22</sup> So etwa HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 33.

<sup>23</sup> Vgl. dazu Ziff. 2.2.2 und Rz. 18 der Fachmitteilung.

gigkeit 2007 von EXPERTsuisse (die «Richtlinien zur Unabhängigkeit») beachten, sofern er oder sie Prüfungsdienstleistungen i.S.v. Ziff. I Bst. F Abs. 4 der Richtlinien zur Unabhängigkeit erbringt.<sup>24</sup>

Von besonderer Bedeutung ist dabei der Grundsatz der Unabhängigkeit der bewertenden Person.<sup>25</sup> Die Geltung und Reichweite dieses Grundsatzes hängt gemäss Fachmitteilung insbesondere vom Bewertungsanlass und der Funktion der bewertenden Person – entweder Berater oder aber sachverständige Person, Schiedsgutachter, neutraler Gutachter oder Vermittler – ab.<sup>26</sup> Im Rahmen der gesetzlich erforderlichen Bewertungen gelten in Bezug auf die Unabhängigkeit zudem die jeweiligen gesetzlichen Vorschriften.<sup>27</sup>

Aber auch darüber hinaus ist festzuhalten, dass in rechtlicher Hinsicht je nach Bewertungsaufgabe und Bewertungsanlass (dazu sogleich) unterschiedliche Anforderungen an die bewertende Person gestellt werden.<sup>28</sup> Die Prüfungsbestätigung im Zusammenhang mit qualifizierten Gründungen und qualifizierten Kapitalerhöhungen muss ein zugelassener Revisor ausstellen.<sup>29</sup> Die Bestätigung bei einer Sanierungsfusion, die Fusionsprüfung und die Spaltungsprüfung müssen durch eine (-n) zugelassene (-n) Revisionsexperten (-in) erfolgen.<sup>30</sup> Aber auch die im Rahmen einer öffentlichen Übernahme mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragte Person und die gesuchstellende Gesellschaft müssen «besonders befähigt» sein.<sup>31</sup>

## 2. Rechtliche und ausserrechtliche Bewertungsanlässe

Von besonderer Bedeutung ist auch die Frage, *was* im Einzelnen bewertet werden soll. In grundsätzlicher Hinsicht zu unterscheiden sind in diesem Zusammenhang gesetzlich erforderliche sowie andere (freie, nicht gesetzlich vorgeschriebene) Bewertungen.<sup>32</sup> Dem Zugschnitt dieses Aufsatzes entsprechend sind überdies die wichtigsten Bewertungsanlässe im Gesellschafts- und

Umstrukturierungsrecht übersichtsartig darzustellen und kurz zu umschreiben.

### 2.1 Unterscheidung von gesetzlich erforderlichen und anderen Bewertungen

Die Anlässe für Unternehmensbewertungen sind äusserst vielfältig. Die Fachmitteilung zählt als wesentliche Bewertungsanlässe beispielhaft unternehmerische Initiativen, die Rechnungslegung und Besteuerung, gesetzliche Vorschriften sowie vertragliche Grundlagen auf.<sup>33</sup> Von den verschiedenen Systematisierungsversuchen scheint mir die Unterscheidung von «rechtlichen» und «ausserrechtlichen» bzw., um in der Terminologie der Fachmitteilung zu bleiben, «gesetzlich erforderlichen» und «anderen» Bewertungen besonders relevant.<sup>34</sup>

Rechtliche bzw. gesetzlich erforderliche Unternehmensbewertungen können aufgrund vieler verschiedener Konstellationen des Wirtschaftslebens erforderlich sein, so insbesondere im Gesellschafts-<sup>35</sup> und Umstrukturierungsrecht<sup>36</sup> sowie im Übernahmerecht,<sup>37</sup> aber auch im

<sup>33</sup> Vgl. dazu Rz. 9 der Fachmitteilung. Siehe auch Ziff. 2.2 von IDW S 1 und Ziff. 2.4 von KFS BW1.

<sup>34</sup> Aus der schweizerischen Bewertungslehre: SCHÖN (FN 1), 79 («richterliche» Unternehmensbewertung); HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 15 f. («geregelte» und «ungeregelte» Bewertungsanlässe); HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO, (FN 4), 179 ff. (Besonderheiten bei der Ermittlung von «Normwerten»). Aus der deutschen Bewertungslehre: HOLGER FLEISCHER, Die Barabfindung ausstehender Aktionäre nach den §§ 305 und 320b AktG: Standalone-Prinzip oder Verbundberücksichtungsprinzip?, ZGR 1997, 368–400, 375 («Normprägung» der Unternehmensbewertung); JOHANNES ADOLFF, Unternehmensbewertung im Recht der börsenkotierten Aktiengesellschaft, Habil. München 2007, 4 («rechtsgeleitete» Unternehmensbewertung); RAINER HÜTTEMANN, Unternehmensbewertung als Rechtsproblem, in: FLEISCHER/HÜTTEMANN (FN 2), § 1 N 5 («rechtsgebundene» Unternehmensbewertung und Bewertung im «rechtsfreien Raum»); SCHRÖTER (FN 11), 151 und 176 («normzweckadäquate» Unternehmensbewertung).

<sup>35</sup> Für die Escape Clause im Rahmen der Vinkulierung nicht börsenkotierter Namenaktien: BGE 110 II 293, E. 2 und E. 5; BGE 120 II 259, E. 2; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 1 bis E. 4.

<sup>36</sup> Urteile zur fusionsgesetzlichen Überprüfungsaklage: Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577); Urteil 4A\_341/2011 des BGer vom 21. März 2012, E. 5.

<sup>37</sup> Zur Erstellung einer Unternehmensbewertung durch die Prüfstelle aufgrund Illiquidität der Titel, siehe Art. 42 Abs. 4 und Art. 46 FinfraV-FINMA i.V.m. UEK-Rundschreiben Nr. 2: Liquidität im Sinn des Übernahmerechts vom 26. Februar 2010 sowie aus der aktuellen Praxis der Übernahmekommission: Verfügung 678/01 der UEK vom 1. Februar 2018, E. 4.2 (liquide Titel); Verfügung 679/01 der UEK vom 23. Februar 2018, E. 6.2 (illiquide Titel). Zur Erstellung einer Fairness Opinion durch einen unabhängigen Dritten, siehe Art. 30 Abs. 5 und Abs. 6 UEV sowie aus der aktuellen Praxis der Übernahmekommission: Verfügung 678/01 der UEK vom 1. Februar 2018, E. 9.2 (finanzielle Angemessenheit); Verfügung 685/01 der UEK vom 27. März 2018, E. 9.2 (finanzielle Angemessenheit); Verfügung 690/01 der UEK vom 2. Mai 2018, E. 1 bis E. 3 und E. 4.1 (besondere Befähigung); Verfügung 699/01 der UEK vom 31. Juli 2018, E. 8.2 (finanzielle Angemessenheit); Verfügung 724/01 der UEK vom 17. April 2019, E. 8.3 (finanzielle Angemessenheit). Zur Erstellung einer Expert Opinion, welche lediglich auf bereits öffentlich bekannten Informationen basiert und keine De-

<sup>24</sup> Vgl. insbesondere Ziff. III. (Sorgfalt und Verantwortung), Ziff. IV. (Verschwiegenheit) und Ziff. V. (Unabhängigkeit) der Standes- und Berufsregeln.

<sup>25</sup> Vgl. dazu Ziff. 2.2.3 sowie Rz. 19 bis Rz. 22 der Fachmitteilung. Siehe auch Ziff. V. der Standes- und Berufsregeln sowie Ziff. I Bst. F Abs. 1 und Abs. 4 der Richtlinien zur Unabhängigkeit.

<sup>26</sup> Vgl. Rz. 19 der Fachmitteilung. Im Einzelnen dazu hinten unter Ziff. III.1.

<sup>27</sup> Vgl. Rz. 22 der Fachmitteilung.

<sup>28</sup> Zu den sog. Vorbehaltsaufgaben: HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 16.

<sup>29</sup> Vgl. Art. 635a (Gründung) und Art. 652f Abs. 1 (Kapitalerhöhung) OR.

<sup>30</sup> Vgl. Art. 6 Abs. 2 (Sanierungsfusion), Art. 15 Abs. 1 (Fusion) und Art. 40 (Spaltung) FusG.

<sup>31</sup> Vgl. Art. 30 Abs. 6 UEK. Siehe auch die in FN 12 zitierte Praxis der UEK zu den Kriterien für die besondere Befähigung zur Erstellung von Fairness Opinions.

<sup>32</sup> Vgl. dazu Ziff. 2.1.2 (Bewertungsanlässe) und Rz. 14 (gesetzlich erforderliche Bewertungen) der Fachmitteilung.



Ehe- oder Erbrecht.<sup>38</sup> Neben diesen hier lediglich beispielhaft erwähnten Rechtsgebieten und den dort häufig anzutreffenden Bewertungsanlässen kommen selbstverständlich noch viele weitere in Betracht, auf die hier nicht näher eingegangen werden soll.<sup>39</sup>

Im ausserrechtlichen, insbesondere im vertraglichen Bereich fragt sich überhaupt, ob man sich nicht gänzlich im Rahmen der Vertragsfreiheit bewegt oder ob allenfalls doch bestimmte Schutzvorschriften gelten. Schwierige Abgrenzungsfragen können sich in dieser Hinsicht etwa im Zusammenhang mit einem vertraglichen Abfindungsanspruch eines Gesellschafters einer GmbH stellen, da hier – anders als bei der AG – das Gesetz den Anspruch, die Höhe und die Auszahlung der Abfindung näher regelt.<sup>40</sup>

## 2.2 Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht: Wertbestimmung und Überprüfung der Bewertung

Das Gesellschaftsrecht sieht für Kapitalgesellschaften (Personengesellschaften werden hier nicht behandelt) verschiedene Bewertungsanlässe vor. Zu erwähnen ist etwa die Angemessenheit der Bewertung von Sacheinlagen oder Sachübernahmen sowie die Angemessenheit besonderer Vorteile im Zusammenhang mit dem Gründungs- oder Kapitalerhöhungsbericht einer AG oder GmbH.<sup>41</sup> Zu erwähnen ist aber auch die Bewertung und Aufwertung von Grundstücken und Beteiligungen zum wirklichen Wert bei einem Kapitalverlust.<sup>42</sup>

Von besonderer praktischer Bedeutung und daher für die nachfolgende Beurteilung als gesellschaftsrechtlicher Modellfall zur Wertbestimmung heranzuziehen ist aber der Anspruch auf gerichtliche Bestimmung des wirklichen Werts der Aktien im Rahmen der Vinkulierung (AG) oder der Stammanteile im Rahmen der Vinkulierung, der Auflösungsklage oder des Ausscheidens eines Gesellschafters (GmbH).<sup>43</sup> Dabei kann es sich

entweder um ein Angebot zur Übernahme der Aktien oder Stammanteile zum wirklichen Wert oder aber um eine Abfindung zum wirklichen Wert der Stammanteile handeln. In all diesen Fällen soll die Unternehmensbewertung den Aktionären oder Gesellschaftern eine Ausstiegsmöglichkeit eröffnen.

Auch das Umstrukturierungsrecht sieht verschiedene Bewertungsanlässe vor. Im Vordergrund steht der Grundsatz der Wahrung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte, wobei sich das Umtauschverhältnis und die maximal zulässigen Ausgleichszahlungen am wirklichen Wert der gewährten Anteile zu messen haben.<sup>44</sup> Das Fusionsgesetz operiert daher verschiedentlich mit dem Begriff des wirklichen Werts.<sup>45</sup> Im Rahmen einer Fusion oder Spaltung muss ein (-e) zugelassene (-r) Revisionsexperte (-in) zudem prüfen, ob das Umtauschverhältnis für Aktien oder Stammanteile bzw. eine Abfindung «vertretbar» ist und weshalb die dafür verwendete Methode «angemessen» ist,<sup>46</sup> im Rahmen einer Umwandlung, ob die Rechtsstellung der Aktionäre oder Gesellschafter nach der Umwandlung gewahrt bleibt.<sup>47</sup>

Von besonderer praktischer Bedeutung und daher für die nachfolgende Beurteilung als umstrukturierungsrechtlicher Modellfall zur Überprüfung einer Bewertung heranzuziehen ist aber der Anspruch auf gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Ausgleichzahlung, sofern bei einer Fusion, Spaltung oder Umwandlung «die Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte nicht angemessen gewahrt sind oder die Abfindung nicht angemessen ist».<sup>48</sup> Im Rahmen der fusionsgesetzlichen Überprüfungsklage kann daher entweder die Wahrung der Anteils- oder Mitgliedschaftsrechte oder die Abfindung auf ihre Angemessenheit überprüft werden. In jedem Fall handelt es sich jedoch um die Überprüfung einer bereits bestehenden Bewertung.

## 3. Bewertungszweck und Wertkonzeption

In diesem Zusammenhang muss auch die Frage gestellt werden, *wozu* eigentlich bewertet werden soll. Aus dem Bewertungsanlass ergibt sich der Bewertungs-

tails zur erwarteten finanziellen Entwicklung der Zielgesellschaft enthält: Verfügung 711/02 der UEK vom 25. Januar 2019, E. 9.2.

<sup>38</sup> Urteile zu güterrechtlichen Auseinandersetzungen: BGE 121 III 152, E. 3c; BGE 136 III 209, E. 6.2.3. Siehe auch den Bericht des Bundesrats vom 1. April 2009 betreffend Unternehmensbewertung im Erbrecht.

<sup>39</sup> Vgl. dazu etwa MEIER-MAZZUCATO/HÜTTCHE (FN 1), 36 ff.

<sup>40</sup> Vgl. Art. 825 und Art. 825a OR. Für ein Beispiel aus der Unternehmenspraxis: Urteil 4A\_60/2018 des BGer vom 27. Juni 2018, von mir im vorausgehenden Heft dieser Zeitschrift besprochen (VALENTIN JENTSCH, Ausübung eines vertraglichen Kaufrechts durch die übrigen Gesellschafter beim Ausscheiden eines Gesellschafters aus der GmbH, GesKR 1/2019, 132–140). Für das deutsche Recht: SCHRÖTER (FN 11), 154 ff.

<sup>41</sup> Vgl. Art. 635 Ziff. 1 und Ziff. 3 (Gründung) sowie Art. 652e Ziff. 1 und Ziff. 5 (Kapitalerhöhung) OR. Siehe auch Art. 777c Abs. 2 Ziff. 3 und Art. 781 Abs. 5 Ziff. 4 OR. Zur Unternehmensbewertung bei Sacheinlagen in Kapitalgesellschaften nach deutschem Recht: SCHRÖTER (FN 11), 173 ff.

<sup>42</sup> Vgl. Art. 670 Abs. 1 OR. Vgl. dazu etwa HÜTTCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 28.

<sup>43</sup> Vgl. Art. 685b Abs. 5 (Beschränkung der Übertragbarkeit von nicht börsennotierten Namenaktien), Art. 789 (Zustimmungser-

fordernisse und besondere Erwerbsarten bei der Übertragung von Stammanteilen), Art. 821 Abs. 3 (Klage auf Auflösung der GmbH aus wichtigem Grund) und Art. 825 Abs. 1 (Ausscheiden von Gesellschaftern) OR. Zur Übernahme zum wirklichen Wert gemäss Art. 685b OR: HÜTTCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 28 f. Zur Abfindung gemäss Art. 825 OR: HÜTTCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 29 f. Zur Abfindung gemäss § 34 des deutschen GmbHG: SCHRÖTER (FN 11), 150 ff.

<sup>44</sup> Vgl. Art. 7 Abs. 1 und Abs. 2 (Fusion), Art. 31 Abs. 1 (Spaltung) und Art. 56 (Umwandlung) FusG. Zur Wahrung der Anteils- und Mitgliedschaftsrechte gemäss Art. 7 FusG: HÜTTCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 30 f.

<sup>45</sup> Vgl. Art. 7 Abs. 2 und Abs. 6 (Fusion), Art. 56 Abs. 5 (Umwandlung) sowie Art. 23 Abs. 2 Bst. a (erleichterte Fusion) FusG.

<sup>46</sup> Vgl. Art. 15 Abs. 4 Bst. b und Bst. c (Fusion), allenfalls i.V.m. Art. 40 (Spaltung) FusG.

<sup>47</sup> Vgl. Art. 62 Abs. 4 FusG (Umwandlung).

<sup>48</sup> Vgl. Art. 105 Abs. 1 FusG.

zweck (Beratung, Kontrolle und Argumentation oder Vermittlung).<sup>49</sup> Die verschiedenen Bewertungszwecke sind jeweils mit unterschiedlichen Wertkonzeptionen (objektiver, subjektiver oder objektivierter Unternehmenswert) verbunden.<sup>50</sup> In rechtlicher Hinsicht ist dies insbesondere im Hinblick auf eine normzweckadäquate Unternehmensbewertung von zentraler Bedeutung.<sup>51</sup>

### 3.1 Bewertungszweck: Beratung, Argumentation und Kontrolle oder Vermittlung

Der Bewertungszweck kann etwa darin bestehen, Entscheidungen zu unterstützen (Beratung), Standpunkte zu untermauern (Argumentation) oder zwischen gegensätzlichen Ansichten zu vermitteln (Vermittlung).<sup>52</sup> Diese Trias – welche hier durch die Kontrollfunktion ergänzt wird – entspricht der «Kölner Funktionenlehre», die in den 1970er-Jahren an der Universität zu Köln von GÜNTER SIEBEN und MANFRED J. MATSCHKE konzipiert wurde.<sup>53</sup> Zentraler Aspekt der Kölner Funktionenlehre ist die Zweckabhängigkeit des Unternehmenswerts: Nach dem Zweckadäquanzprinzip leitet sich die Wertkonzeption aus dem Bewertungszweck ab.

In einer Beratungssituation (z.B. Kauf und Verkauf oder Fusion und Spaltung) steht der Entscheidungswert im Vordergrund.<sup>54</sup> Entscheidungswerte sind stets subjektive Werte. Ein Beispiel ist etwa die Festlegung des Preises für ein Angebot zur Übernahme von Aktien oder Stamanteilen oder die Festlegung der Höhe der Abfindung beim Ausscheiden eines Gesellschafters aus der GmbH.<sup>55</sup> Ein weiteres Beispiel ist die Festlegung des Umtauschverhältnisses durch die Leitungsorgane der daran beteiligten Rechtsträger im Rahmen einer Fusion.<sup>56</sup>

Bei Verhandlungen kann der Argumentationswert zur Stützung der eigenen Position herangezogen werden.<sup>57</sup> Zudem kann es gesetzlich vorgeschrieben sein, einen Kontrollwert zu ermitteln.<sup>58</sup> Argumentationswerte sind subjektive, Kontrollwerte objektivierte Werte. Ein Beispiel für einen Argumentationswert ist die Erstellung einer Fairness Opinion, eines für den Kontrollwert die Abschlussprüfung oder die Fusions-, Spaltungs- oder Umwandlungsprüfung.<sup>59</sup>

Bei einer Konfliktlösung rücken demgegenüber Schiedswerte in den Vordergrund, welche der Vermittlung und Streitbeilegung dienen sollen.<sup>60</sup> Der Schiedswert ist – anders als der Entscheidungs- oder Argumentationswert – ein objektivierter Wert. Ein Beispiel ist etwa die gerichtliche Bestimmung des wirklichen Werts der Aktien oder Stamanteile im Rahmen der Vinkulierungsbestimmungen.<sup>61</sup> Ein weiteres Beispiel ist die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung aufgrund einer fusionsgesetzlichen Überprüfungsfrage.<sup>62</sup>

### 3.2 Konzeption als objektiver, subjektiver oder objektivierter Unternehmenswert

Die betriebswirtschaftliche Bewertungslehre hat über die letzten 50 oder 100 Jahre einen ebenso fruchtbaren wie kontroversen Entwicklungsprozess durchlaufen.<sup>63</sup> Die wichtigsten Entwicklungen sollen hier nur ganz grob nachgezeichnet werden. Entscheidend ist vielmehr, dass auch die Fachmitteilung subjektive und objektivierte (nicht aber rein objektive, die heute als weitgehend überholt gelten) Unternehmenswerte kennt.<sup>64</sup>

Bis Mitte des 20. Jahrhunderts wurde vorwiegend die Auffassung vertreten, dass jedem Unternehmen ein objektiver, allgemeingültiger Wert zugeordnet werden kann, der unabhängig von jeglichen Interessen der an einer Bewertung interessierten Personen zustande kommen kann und soll.<sup>65</sup> Im Rahmen der objektiven Werttheorie wurde in aller Regel ein Substanzwert ermittelt,

<sup>49</sup> So Satz 1 von Rz. 10 der Fachmitteilung.

<sup>50</sup> So Satz 3 von Rz. 10 der Fachmitteilung. Siehe auch Ziff. 3.1.2 sowie Rz. 32 und Rz. 33 der Fachmitteilung.

<sup>51</sup> Vgl. dazu Rz. 14 der Fachmitteilung. Im Einzelnen hierzu HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 20 ff.

<sup>52</sup> So Satz 2 von Rz. 10 der Fachmitteilung.

<sup>53</sup> MANFRED J. MATSCHKE, Der Entscheidungswert der Unternehmung, Diss. Köln, Wiesbaden 1975; GÜNTER SIEBEN, Der Entscheidungswert in der Funktionenlehre der Unternehmensbewertung, BFuP 1976, 491–504; MANFRED J. MATSCHKE, Der Argumentationswert der Unternehmung – Unternehmensbewertung als Instrument der Beeinflussung in der Verhandlung, BFuP 1976, 517–524; GÜNTER SIEBEN, Die Beratungsfunktion der Unternehmensbewertung, in: WOLFGANG GOETZKE/GÜNTER SIEBEN (Hrsg.), Moderne Unternehmensbewertung und Grundsätze ihrer ordnungsgemäßen Durchführung, Köln 1977, 57–71; MANFRED J. MATSCHKE, Der Arbitriumwert der Unternehmung, Habil. Köln, Wiesbaden 1979.

<sup>54</sup> So etwa HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 18.

<sup>55</sup> Siehe BGE 120 II 259, E. 2b (offen gelassen, ob bei der Bewertung der Aktien eines abgelehnten Aktienwerbers nach dem wirklichen Wert auch subjektive, persönliche Interessen zu berücksichtigen sind).

<sup>56</sup> Siehe Urteil 4A\_341/2011 des BGer vom 21. März 2012, E. 5.1.4 (Wahl der Bewertungsmethode als «ausgehandelter Geschäftslebensentscheid», der gerichtlich nur mit Zurückhaltung überprüft werden kann).

<sup>57</sup> So etwa HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 18, 19.

<sup>58</sup> Vgl. Art. 728a bis Art. 728c (ordentliche Revision) und Art. 729a bis Art. 729c (eingeschränkte Revision) OR sowie Art. 15 (Fusion), Art. 40 (Spaltung) und Art. 62 (Umwandlung) FusG.

<sup>59</sup> Zur Praxis der UEK bezüglich Fairness Opinions bei öffentlichen Übernahmen bereits in FN 12 und FN 37.

<sup>60</sup> So etwa HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 18.

<sup>61</sup> Aus der Praxis: Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 1 (Anordnung einer Oberexpertise).

<sup>62</sup> Siehe Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577).

<sup>63</sup> Ein guter Überblick findet sich etwa bei TOBIAS QUILL, Interessengeleitete Unternehmensbewertung: Ein ökonomisch-soziologischer Zugang zu einem neuen Objektivismusstreit, Diss. Saarbrücken, Wiesbaden 2016, 24 ff. (Vereinigte Staaten), 93 ff. (Deutschland).

<sup>64</sup> Vgl. dazu Rz. 11 bis Rz. 13 der Fachmitteilung. Zu den Typisierungen und Objektivierungen bei der Ermittlung objektivierter Unternehmenswerte: HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 20.

<sup>65</sup> Zur objektiven Bewertungslehre: KONRAD MELLEROWICZ, Der Wert der Unternehmung als Ganzes, Essen 1952; FRITZ LACKMANN, Theorien und Verfahren der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Berlin 1962.

der hauptsächlich auf Vergangenheits- und Gegenwartswerten basiert.

Ab Mitte des 20. Jahrhunderts wurde diese Ansicht durch die subjektive Werttheorie abgelöst, wonach der Unternehmenswert eben doch unterschiedliche Wertvorstellungen, Ziele, Ausstattungen und Zukunftserwartungen der daran interessierten Personen enthalten muss.<sup>66</sup> In diesem Zusammenhang wurde der Unternehmenswert vorwiegend auf der Basis zukünftiger Erträge berechnet, womit regelmässig das Ertragswertverfahren herangezogen wurde.

Das Konzept des objektivierten Unternehmenswerts nimmt in diesem Theorienstreit gewissermassen eine vermittelnde Stellung ein.<sup>67</sup> Demnach wird in einem ersten Schritt der objektive Unternehmenswert ermittelt, bevor in einem zweiten Schritt verschiedene subjektive Aspekte der an einer Bewertung interessierten Personen miteinbezogen werden.

#### 4. Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden

Zudem stellt sich die Frage, *wie* eine (nicht börsennotierte) Kapitalgesellschaft im Einzelnen bewertet werden soll. Die Betriebswirtschaftslehre hat hierfür verschiedene Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden entwickelt.<sup>68</sup> Obwohl das Gesetz selbst nicht näher vorschreibt, wie im Einzelnen vorzugehen ist, haben die (staatlichen) Gerichte die Handhabung dieser Grundsätze und Methoden näher definiert und konkretisiert. Im Rahmen dieses Aufsatzes sollen eine Übersicht über die Rechtsprechung in der Schweiz geliefert sowie ein Rechtsvergleich entlang der wichtigsten Tendenzen der Rechtsprechung in Deutschland vorgenommen werden.

##### 4.1 Rechtsprechungsübersicht für das Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht

Nach konstanter Rechtsprechung des Bundesgerichts<sup>69</sup> und gemäss herrschender Lehre<sup>70</sup> hat eine Unternehmensbewertung in der Schweiz stets nach den «anerkannten Grundsätzen der Betriebswirtschaftslehre» zu erfolgen. Im Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht

gehen Lehre<sup>71</sup> und Rechtsprechung<sup>72</sup> weitgehend von denselben Grundsätzen zur Unternehmensbewertung aus. In anderen Rechtsgebieten können sich allenfalls Abweichungen ergeben.<sup>73</sup>

Wie bereits erwähnt, findet sich der Begriff des wirklichen Werts mehrfach im Gesellschafts- und Umstrukturierungsrecht, wobei das Gesetz nicht näher definiert, was darunter genau zu verstehen ist.<sup>74</sup> Der Begriff des wirklichen Werts findet sich immerhin, wenn auch ohne nähere Umschreibung, in der Botschaft des Bundesrats an die Bundesversammlung vom 21. Februar 1928 zum Gesetzesentwurf über die Revision des Obligationenrechts, dem das Parlament in diesem Punkt offenbar diskussionslos zustimmte.<sup>75</sup> In der Botschaft über die Revision des Aktienrechts vom 23. Februar 1983 versteht der Bundesrat den Begriff zudem als Verkehrswert, weshalb neben dem Wert des Anteils an der Gesellschaft alle weiteren Umstände (z.B. Preis der Kaufofferte, Umfang des Minderheitspakets oder Zukunftsaussichten der Unternehmung) zu berücksichtigen seien, die den Verkehrswert beeinflussen.<sup>76</sup>

In der Lehre<sup>77</sup> und Rechtsprechung<sup>78</sup> wurde der Begriff des wirklichen Werts – im Kontext der aktienrechtlichen Vinkulierungsbestimmungen (Escape Clause), aber auch bei der fusionsgesetzlichen Überprüfungsklage von Art. 105 FusG – verschiedentlich konkretisiert. Das Bundesgericht geht in seiner Rechtsprechung davon aus, dass ein abgelehnter Aktienkäufer stets Anspruch auf «vol-

<sup>66</sup> Zur subjektiven Bewertungslehre: WALTHER BUSSE VON COLBE, Der Zukunftserfolg: Die Ermittlung des künftigen Unternehmenserfolges und seine Bedeutung für die Bewertung von Industrieunternehmen, Diss. Mainz, Wiesbaden 1957; HANS MÜNSTERMANN, Wert und Bewertung der Unternehmung, Wiesbaden 1966.

<sup>67</sup> Zur objektivierten Bewertungslehre: ADOLF MOXTER, Grundsätze ordnungsmässiger Unternehmensbewertung, 2.A., Wiesbaden 1983, 123 («[b]ewerten heisst vergleichen»).

<sup>68</sup> Vgl. dazu Ziff. 3.1 (Bewertungsgrundsätze) und Ziff. 3.2 (Bewertungsmethoden) sowie Ziff. 3.3 (Bewertung mit Zukunftserfolgsvorgang) der Fachmitteilung.

<sup>69</sup> BGE 120 II 259, E. 2; BGE 121 III 152, E. 3c; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b; BGE 136 III 209, E. 6.2.2.

<sup>70</sup> ROLF SETHE/PHILIPP WEBER, Die Wurzeltheorie als Mittel zur Korrektur von Unternehmensbewertungen nach der Ertragswertmethode, GesKR 2/2010, 129–138, 134 f.

<sup>71</sup> PIERA BERETTA, SPR VIII/8, 163; DANIEL EMCH, System des Rechtsschutzes im Fusionsgesetz, Diss. Bern 2006, 155 f.

<sup>72</sup> Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 *in fine* (nicht publiziert in BGE 137 III 577).

<sup>73</sup> Für das Ehegüterrecht: BGE 136 III 209, E. 6.2.3 (Gemeinsamkeiten) und E. 6.2.4 (Unterschiede).

<sup>74</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. II.2.2.

<sup>75</sup> BBl 1928 I 205 ff., 245 und 391. Ebenso BGE 120 II 259, E. 2b; GIORGIO MEIER-MAZZUCATO, Aspekte der Unternehmensnachfolge und Unternehmensbewertung – Teil 1, TREX 2013, 144–150, 146.

<sup>76</sup> BBl 1983 II 745 ff., 901. Siehe auch BGE 120 II 259, E. 2b; MEIER-MAZZUCATO (FN 75), 146.

<sup>77</sup> SCHÖN (FN 1), 79 ff.; ANDREAS FLÜCKIGER, Richtlinien des Bundesgerichts für die Aktienbewertung: Was ist der «wirkliche» Aktienwert nach Art. 685b OR, ST 2003, 263–266; PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, Zürich 2009, § 6 N 221 ff.; SETHE/WEBER (FN 70), 134 f.; MARKUS VISCHER/THOMAS WEHINGER, Angemessenheit der Abfindung und Verteilung der Gerichtskosten im bundesgerichtlichen Verfahren beim Squeeze-Out-Merger, GesKR 1/2012, 123–128, 126 ff.; MATTHIAS TRAUTMANN/HANS CASPAR VON DER CRONE, Die Angemessenheit von Abfindungen und Prozesskostentragung bei Squeeze-Out-Fusionen, SZW 2012, 163–176, 169 ff.; MARKUS VISCHER/THOMAS WEHINGER, Unternehmensbewertung und Kostentragung bei Überprüfungsklagen nach Art. 105 Abs. 1 FusG, GesKR 3/2012, 455–460, 457 ff.; MEIER-MAZZUCATO (FN 75), 144 ff.; PHILIPPE JACQUEMOUD/CAMILLE AUBERSON, L'escape clause dans les ventes d'actions nominatives liées: Réflexions sur l'achat d'actions propres et la valeur réelle, GesKR 3/2014, 348–375, 362 ff.

<sup>78</sup> BGE 110 II 293, E. 2 und E. 5; BGE 120 II 259, E. 2; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 1 bis E. 4; Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577); Urteil 4A\_341/2011 des BGer vom 21. März 2012, E. 5.



le Entschädigung» hat, die aufgrund des «inneren Werts» der Aktien festgelegt wird.<sup>79</sup> Demnach kann nicht bloss auf den Steuerwert abgestellt werden, da dieser allfällige stille Reserven nicht umfasst.<sup>80</sup> Den so verstandenen wirklichen Wert konkretisiert das Bundesgericht<sup>81</sup> und die herrschende Lehre<sup>82</sup> als «objektiven Wert [...], der als Gesamtwert der Gesellschaft unter Einschluss von Substanz- und Ertragswert zu bestimmen ist».

Da in aller Regel von der Fortführung der Unternehmung auszugehen ist, hat die Bewertung grundsätzlich zum Fortführungswert zu erfolgen.<sup>83</sup> Die Gewichtung von Ertrags- und Substanzwert hängt von den konkreten Gegebenheiten ab.<sup>84</sup> Weit verbreitet ist die Praktikermethode, wonach der Ertragswert gegenüber dem Substanzwert doppelt gewichtet wird, und die Discounted Cashflow Methode.<sup>85</sup> Auf den Ertragswert ist abzustellen, falls sich dieser vom Substanzwert so stark unterscheidet, dass das Unternehmen offensichtlich ausserstande ist, aus den im Anlagevermögen gebundenen Aktiven einen angemessenen Ertrag zu erwirtschaften.<sup>86</sup> Die nicht betriebsnotwendigen Aktiven sind separat zum Nettoverkehrswert (abzüglich latenter Steuerlasten) zu berücksichtigen und dem Fortführungswert der betriebsnotwendigen Aktiven hinzuzurechnen.<sup>87</sup> Der Liquidationswert bildet nicht immer die untere Bewertungsgrenze und kommt nur zum Tragen, sofern das Unternehmen wegen sich anhäufender Verluste kurz vor der Auflösung steht, die Rentabilität der Gesellschaft absichtlich tief gehalten wird, um die Bewertung der Aktien zu beeinflussen, sowie allgemein für Missbrauchsfälle.<sup>88</sup>

## 4.2 Rechtsvergleich: Entwicklungslinien in der deutschen Rechtsprechung

Der deutsche Bundesgerichtshof hat sich bereits früh dafür ausgesprochen, dass es keine allgemein anerkannte oder rechtlich vorgeschriebene Methode für die Bewertung von Handelsunternehmen gibt, sondern dass es vielmehr dem pflichtgemässen Urteil der mit der Bewertung befassten Fachleute unterliegt, unter den in der Betriebswirtschaftslehre und der betriebswirtschaftlichen Praxis vertretenen Verfahren das im Einzelfall geeignet erscheinende Verfahren auszuwählen, wobei es auch in der Betriebswirtschaftslehre keine einhellig gebilligte Bewertungsmethode gibt.<sup>89</sup> Gleichermassen haben daraufhin auch die deutschen Land- und Oberlandesgerichte herausgestrichen, dass es keine rechtlich vorgeschriebene Bewertungsmethode gibt und die Ermittlung einer solchen ein Problem der Betriebswirtschaftslehre ist.<sup>90</sup> Der österreichische Obergerichtshof hat ebenfalls schon früh entschieden, dass es keine rechtlich vorgeschriebene Bewertungsmethode gibt und dass die Ermittlung der richtigen Methode ein Problem der Betriebswirtschaftslehre sei mit dem ergänzenden Hinweis, dass das von ihr gewählte System der vom Gericht gestellten Aufgabe adäquat sein muss.<sup>91</sup>

Die deutsche Rechtsprechung hat es nach wie vor stets abgelehnt, eine bestimmte Bewertungsmethode als rechtlich geboten einzustufen und andere Methoden für unzulässig zu erachten, was nicht darüber hinwegtäuschen darf, dass in der Praxis vorwiegend die Ertragswertmethode angewandt wird.<sup>92</sup> Die soweit ersichtlich einzige Ausnahme davon ist ein etwas älterer Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main, das einmal die Mittelwertmethode als Kombination von Ertrags- und Substanzwert abgelehnt hat.<sup>93</sup> Die neuere Rechtsprechung tendiert wohl in Richtung eines Methodenpluralismus, wobei – trotz dessen Dominanz in der Bewertungspraxis – nicht allein auf das Ertragswertverfahren abzustellen ist.<sup>94</sup>

Der wahre Wert eines Unternehmens lässt sich jedoch, so das Oberlandesgericht Stuttgart, selbst unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden nicht punktgenau ermitteln, weil dieser auf mit erheblichen Unsicherheiten verbundenen Prognosen beruht

<sup>79</sup> BGE 92 III 20, E. 3; BGE 110 II 293, E. 2c; BGE 120 II 259, E. 2b; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 2b.

<sup>80</sup> BGE 110 II 293, E. 5; BÖCKLI (FN 77), § 6 N 233.

<sup>81</sup> BGE 120 II 259, E. 2b; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 2c.

<sup>82</sup> PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 44 N 163 ff.; BÖCKLI (FN 77), § 6 N 222 ff.; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685b N 12; PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/ROLF SETHE, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Bern 2018, § 16 N 166 ff.

<sup>83</sup> BGE 120 II 259, E. 2b; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b. FLÜCKIGER (FN 77), 264 f.; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 685b N 12.

<sup>84</sup> Statt vieler FLÜCKIGER (FN 77), 265.

<sup>85</sup> BGE 136 III 209, E. 6.2.5. BÖCKLI (FN 77), § 6 N 225 (Praktikermethode) und N 226 ff. (Discounted Cash Flow Methode).

<sup>86</sup> Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 2c; SCHÖN (FN 1), 52; FLÜCKIGER (FN 77), 265.

<sup>87</sup> BGE 121 III 152, E. 3c; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 2c und E. 4. FLÜCKIGER (FN 77), 265; BÖCKLI (FN 77), § 6 N 224.

<sup>88</sup> BGE 120 II 259, E. 2b und E. 2c; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b. FLÜCKIGER (FN 77), 264. Anders im Ehegüterrecht: BGE 136 III 209, E. 6.2.4.

<sup>89</sup> Urteil IV ZR 142/70 des BGH vom 17. Januar 1973, Rz. 10; Urteil II ZR 142/76 des BGH vom 13. März 1978, Rz. 31; Urteil IX ZR 34/81 des BGH vom 1. Juli 1982, Rz. 7.

<sup>90</sup> Urteil 9 Wx 2/77 des OLG Celle vom 4. April 1979, WM 1979, 1336–1342, 1336 f.; Beschluss 3/3 O 150/94 des LG Frankfurt a.M. vom 6. Februar 2002, AG 2002, 358–360, 359.

<sup>91</sup> Urteil 5 Ob 649/80 des OGH vom 16. Dezember 1980, Ziff. II.

<sup>92</sup> Beschluss 20 AktE 2/94 des LG Dortmund vom 1. Juli 1996, AG 1996, 427–430, 428.

<sup>93</sup> Beschluss 3/3 AktE 104/79 des LG Frankfurt a.M. vom 8. Dezember 1982, BB 1983, 1432–1433, 1432 f.

<sup>94</sup> Beschluss 6 WF 287/99 des OLG Frankfurt a.M. vom 13. Januar 2000 (nicht veröffentlicht), siehe hierzu CARL W. BARTHEL, Handbuch der Unternehmensbewertung, Teil 4, Loseblattsammlung, Berlin 2010.

und daher eine Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO erforderlich ist.<sup>95</sup> Da die Unternehmensbewertung jedoch ein «theoretisches Konstrukt» ist, wobei eine erhebliche Bandbreite von Unternehmenswerten vertretbar ist, muss dem Gericht, so das Landgericht Köln, insoweit ein weites Schätzungsermessen gemäss § 287 ZPO zustehen.<sup>96</sup>

## 5. Zeitpunkt der Unternehmensbewertung

Ausserdem ist auch die Frage zentral, *wann* (d.h. zu welchem Zeitpunkt) ein Unternehmen bewertet werden soll. Einen ersten Anhaltspunkt dafür gibt das Stichtagsprinzip, wonach ein bestimmter Bewertungsstichtag festzulegen ist.<sup>97</sup> Eine gewisse Unsicherheit besteht jedoch im Hinblick auf eine allfällige Berücksichtigung von Veränderungen, die erst nach dem festgelegten Bewertungsstichtag aufkommen.<sup>98</sup>

### 5.1 Stichtagsprinzip: Festlegung eines Bewertungsstichtags

Es versteht sich von selbst, dass Unternehmenswerte immer auf einen bestimmten Zeitpunkt hin, den sog. Bewertungsstichtag, zu ermitteln sind.<sup>99</sup> Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kommt der Festlegung des Bewertungsstichtags eine geradezu zentrale Bedeutung zu. Die Fachmitteilung schreibt diesbezüglich vor, dass sich der Bewertungsstichtag entweder aus dem Auftrag oder gestützt auf eine gesetzliche Vorschrift ergeben kann oder nach «Zweckmässigkeits- bzw. Wirtschaftlichkeitserwägungen» festgelegt wird.<sup>100</sup>

Sofern zwischen den Parteien ausdrücklich ein bestimmter Bewertungsstichtag vereinbart worden ist, ist dieser massgebend, zumindest sofern dieser nicht gegen zwingendes Recht verstösst. Ein Beispiel dafür ist etwa der Kauf oder Verkauf eines Unternehmens. Dies dürfte aber auch bei einer Fusion oder Spaltung der Fall sein.

Bei den gesetzlich erforderlichen Bewertungen (i.d.R. objektivierte Werte) ist die entsprechende gesetzliche Vorschrift und allenfalls eine diese konkretisierende vertragliche Vereinbarung relevant.<sup>101</sup> Abhängig vom Rechtsgebiet und dem Bewertungsanlass können sich daher durchaus rechtlich relevante Unterschiede ergeben. Sofern sich das Gesetz nicht ausdrücklich dazu äussert, ist der Bewertungsstichtag auf dem Weg der

Auslegung zu ermitteln. Eine Bewertung aufgrund statutarischer Übertragungsbeschränkungen bei der AG oder GmbH ist etwa zwingend dann vorzunehmen, sobald der Erwerber das Gesuch zur Eintragung ins Aktienbuch oder Anteilsbuch stellt.<sup>102</sup> Beim Ausscheiden eines Gesellschafters aus der GmbH ergibt sich der massgebliche Bewertungszeitpunkt immerhin implizit aus dem Gesetz.<sup>103</sup>

Bei der Ermittlung von Entscheidungswerten (subjektiven Werten) wird der Bewertungsstichtag häufig nach Zweckmässigkeits- oder Wirtschaftlichkeitserwägungen festgelegt.<sup>104</sup> Zweckmässigkeitsüberlegungen können auch im Rahmen einer dispositiven Gesetzesvorschrift zur Anwendung kommen. Diesbezüglich scheinen sich in der Lehre und in der Praxis bisher noch keine klaren Leitlinien entwickelt zu haben.

### 5.2 Berücksichtigung von Veränderungen nach dem Bewertungsstichtag

Da Unternehmensbewertungen i.d.R. auf einen zurückliegenden Stichtag vorzunehmen sind, stellt sich die Frage, wie mit erst danach aufkommenden, bewertungsrelevanten Sachverhalten umzugehen ist. Die Fachmitteilung sieht diesbezüglich vor, dass spätere, bessere Erkenntnisse um die Verhältnisse am Bewertungsstichtag zu berücksichtigen sind, «sofern sie bei angemessener Sorgfalt mit genügend grosser Wahrscheinlichkeit zu diesem Zeitpunkt erkennbar gewesen wären».<sup>105</sup> Dies entspricht der sog. Wurzeltheorie, die in der deutschen Rechtsprechung entwickelt wurde und von ROLF SETHE und PHILIPP WEBER (in einer früheren Ausgabe dieser Zeitschrift) auch schon für den schweizerischen Rechtskreis rezipiert worden ist.<sup>106</sup>

Nach Lehre<sup>107</sup> und Rechtsprechung<sup>108</sup> sind Umstände, die sich erst in der Zukunft realisieren, grundsätzlich zu berücksichtigen, zumindest soweit es möglich war, die Wahrscheinlichkeit einer derartigen Entwicklung im relevanten Bewertungszeitpunkt abzuschätzen. Deutlich schwieriger ist die Beurteilung derjenigen Fälle, die am Bewertungsstichtag so nicht vorhersehbar waren. ROLF SETHE und PHILIPP WEBER kommen in ihrer detaillierten Analyse zum Ergebnis, dass auch unter schweizerischem Recht «nach dem Stichtag eingetretene, jedoch bereits

<sup>95</sup> Beschluss 4 W 34/93 des OLG Stuttgart vom 1. Oktober 2003, Rz. 22.

<sup>96</sup> Beschluss 82 O 10/08 des LG Köln vom 24. Juli 2009, Rz. 147 und Rz. 148. Siehe auch MATTHIAS KATZENSTEIN, Schätzung des Unternehmenswerts nach Massgabe von § 287 Abs. 2 ZPO im Spruchverfahren, AG 2018, 739–746, 739 f. (Grundlagen), 741 (Inhalt und Grenzen).

<sup>97</sup> Vgl. dazu Ziff. 3.1.3 der Fachmitteilung (Stichtagsprinzip).

<sup>98</sup> Vgl. hierzu insbesondere Rz. 35 bis Rz. 37 der Fachmitteilung.

<sup>99</sup> So etwa Satz 1 von Rz. 34 der Fachmitteilung.

<sup>100</sup> So Satz 2 von Rz. 34 der Fachmitteilung.

<sup>101</sup> So auch HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 49.

<sup>102</sup> Vgl. Art. 685b Abs. 1 und Art. 788 Abs. 3 OR, wonach die Bewertung jeweils «im Zeitpunkt des Gesuchs» zu erfolgen hat. So auch HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 28.

<sup>103</sup> Vgl. Art. 825 Abs. 1 OR, insbesondere das Verbindungswort «so». Ähnlich HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 29.

<sup>104</sup> So etwa HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 49.

<sup>105</sup> Vgl. dazu Rz. 35 der Fachmitteilung.

<sup>106</sup> Urteil IV ZR 142/70 des BGH vom 17. Januar 1973, Rz. 17 (Pflichtteilsberechnung bei fortgeführtem Handelsunternehmen). SETHE/WEBER (FN 70), 134 ff. sowie die dortigen Rechtsprechungsnachweise in FN 6.

<sup>107</sup> HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 49.

<sup>108</sup> BGE 132 III 489, E. 2.5 (Wahrscheinlichkeit einer Kaufrechtsausübung); Urteil 5A\_141/2007 des BGer vom 21. Dezember 2007, E. 4.1.3 (behördliche Auflagen).

zuvor «latent» vorhandene, erkennbare Umstände im Rahmen von Unternehmensbewertungen berücksichtigt werden».<sup>109</sup> Dem halten TOBIAS HÜTTSCHE und GIORGIO MEIER-MAZZUCATO entgegen, dass letztlich fast alle Entwicklungen ihre Ursache in der Vergangenheit haben, weshalb nicht vorhersehbare Entwicklungen – zumindest bei der Ermittlung objektiver Werte – grundsätzlich nicht zu berücksichtigen sind.<sup>110</sup>

In der Bewertungsliteratur wird zudem empfohlen, die Offenlegung sämtlicher bewertungsrelevanter Sachverhalte im Rahmen der Vollständigkeitserklärung bestätigen zu lassen, idealerweise mit Unterschrift datiert auf den Bewertungsstichtag (oder nur unwesentliche Zeit davor).<sup>111</sup> Dadurch kann sich die bewertende Person vor dem Vorwurf schützen, die Bewertung sei «eindeutig falsch und auch im damaligen Zeitpunkt unzutreffend» gewesen.<sup>112</sup>

## 6. Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe

Schliesslich muss auch die Frage gestellt werden, *weshalb* eine Unternehmensbewertung aus rechtswissenschaftlicher Sicht überhaupt Gegenstand der Forschung sein kann und auch sein muss. Von Bedeutung ist dabei zunächst die Unterscheidung von Rechts- und Tatfragen. Ebenso bedeutsam ist aber auch die Rollenverteilung zwischen den Parteien, dem Experten und dem Richter sowie der althergebrachte Grundsatz «iudex non calculat».

### 6.1 Rechtsproblem, insbesondere Unterscheidung von Rechts- und Tatfragen

Die vorangehenden Ausführungen haben gezeigt, dass die Unternehmensbewertung als Kerngebiet der Betriebswirtschaftslehre nicht nur Gegenstand der Wirtschaftswissenschaften ist, sondern insbesondere dann, wenn eine gesetzliche Norm eine solche Bewertung verlangt, zu einem Rechtsproblem werden kann. Daher muss man sich die grundsätzliche, nicht immer leicht zu beantwortende Frage der Unterscheidung von Rechts- und Tatfragen stellen.

Ausgangspunkt jeder (gesetzlich erforderlichen) Unternehmensbewertung ist die Frage nach dem «Normwert», verstanden als Ermittlung der gesetzlichen Bewertungsvorgabe.<sup>113</sup> Sofern ausdrückliche Bewertungsvorschriften fehlen, ist durch Gesetzesauslegung zu ermitteln, aus welcher Perspektive und unter welchen Annahmen ein

Unternehmen zu bewerten ist. Die exakte Formulierung des Bewertungsziels ist daher im Kern eine juristische Aufgabe.

Die eigentliche Wertermittlung in dem dadurch abgesteckten Rahmen stellt demgegenüber eine Tatsachenfeststellung dar.<sup>114</sup> Den bekannten Schwierigkeiten der Wertermittlung aufgrund der Tatsache, dass der Unternehmenswert keine objektive Eigenschaft ist, die sich direkt beobachten lässt, wird vor allem dadurch Rechnung getragen, dass der Wert eines Unternehmens (nach dem deutschen Vorbild etwa gestützt auf § 287 Abs. 2 ZPO) durch Schätzung zu ermitteln ist.<sup>115</sup> Dadurch wird eine gerichtliche oder behördliche Entscheidungsfindung über unternehmenswertabhängige Ansprüche in der Praxis überhaupt erst möglich.

Die Unternehmensbewertung kann daher zu Recht als «Begegnungsfach» bezeichnet werden, in dem sich Wirtschafts- und Rechtswissenschaften treffen und zusammenwirken, um sinnvolle und überzeugende Lösungen zu finden.<sup>116</sup> Eine Auseinandersetzung auf einer rechtlichen Ebene muss insbesondere deshalb stattfinden, damit die mit einer Unternehmensbewertung betraute Fachperson weiss, welche (rechtlichen) Vorgaben sie – neben all den bewährten betriebswirtschaftlichen Überlegungen – in einer konkreten Situation beachten muss.

### 6.2 Rolle der Parteien, des Experten und des Richters: iudex non calculat?

Bei der Erstellung eines Bewertungsgutachtens kann den Parteien die Aufgabe zukommen, im Rahmen ihrer Mitwirkungspflicht durch die Einreichung von Privatgutachten das Fundament eines gemeinsam in Auftrag gegebenen oder gerichtlichen Gutachtens in Frage zu stellen und dessen Glaubwürdigkeit zu erschüttern.<sup>117</sup> Soweit die Parteien ein erstelltes Gutachten bestreiten, sollten sie soweit als möglich auf Belegstellen in der Fachliteratur verweisen.<sup>118</sup>

Da im Rahmen einer Unternehmensbewertung hohe Anforderungen an das Fachwissen zu stellen sind, wird regelmässig ein Experte beigezogen.<sup>119</sup> Der Experte ist in der Wahl mehrerer gleich gut geeigneter Bewertungs-

<sup>109</sup> SETHE/WEBER (FN 70), 138.

<sup>110</sup> HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 50.

<sup>111</sup> HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 50.

<sup>112</sup> Urteil 2P.140/2004 und 2A.313/2004 des BGer vom 9. Dezember 2004, E. 5.4.2.

<sup>113</sup> HÜTTSCHE (FN 34), § 1 N 25; HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO, (FN 4), 179 ff.

<sup>114</sup> Vgl. dazu HÜTTSCHE (FN 34), § 1 N 44.

<sup>115</sup> Vgl. hierzu HÜTTSCHE (FN 34), § 1 N 45. Eingehend darauf KATZENSTEIN (FN 96), 739 ff.

<sup>116</sup> GROSSFELD/EGGER/TÖNNES, (FN 2), § 1 N 7; HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 21.

<sup>117</sup> Vgl. dazu Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b. Siehe auch FLÜCKIGER (FN 77), 266.

<sup>118</sup> Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b; Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577).

<sup>119</sup> So etwa Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b. Für die betriebswirtschaftlichen Grundlagen der Unternehmensbewertung: CARL HELBLING, Unternehmensbewertung und Steuern, 9.A., Düsseldorf 1998 (Schweizer Standardwerk); KIM LUDVIGSEN, Wie bewertet man ein Unternehmen? Bewertungsmethodik erklärt für Juristen, AJP 2004, 1285–1292 (Übersichtsartikel).



methoden grundsätzlich frei, solange seine Aufgabe dadurch klar und nachvollziehbar wird.<sup>120</sup> Es gilt kein absoluter Vorrang der Bewertung nach dem Marktpreis vor anderen Methoden, namentlich der Discounted Cash-flow Methode.<sup>121</sup> Der Experte soll zudem Fachliteratur verwenden und zitieren, sodass es dem Gericht möglich ist, eine Plausibilitätskontrolle durchzuführen.<sup>122</sup>

Das Gericht übt grosse Zurückhaltung bei der Überprüfung von Ermessensentscheiden, sofern das Ergebnis der Bewertung nicht offensichtlich unhaltbar ist.<sup>123</sup> Der Richter soll nicht sein Wissen über das Fachwissen des Experten stellen, sondern sich auf die Prüfung formeller Fragen (z.B. Ausstandsgründe oder offensichtliche Widersprüche) beschränken.<sup>124</sup> Soweit es um Rechtsfragen der richtigen Methodik geht, dürfen die Gerichte im Rahmen einer Plausibilitätskontrolle bloss beurteilen, «ob der Experte eine Methode gewählt hat, die nachvollziehbar, plausibel, anerkannt ist, in vergleichbaren Fällen verbreitete Anwendung findet, begründetermassen besser oder mindestens ebenso bewährt ist wie andere Methoden und den Verhältnissen im Einzelfall Rechnung trägt». <sup>125</sup> Nach dem aktuellen Stand der Rechtsprechung lässt sich wohl sagen, dass das Gericht dem Gutachten folgen wird, sofern dieses anerkannte Bewertungsmethoden berücksichtigt und keine offensichtlichen Widersprüche enthält.<sup>126</sup>

Aus dieser Rollenverteilung ergibt sich, dass die Frage der Wertbestimmung einer Beteiligung an einem Unternehmen weitestgehend in den unteren Instanzen aufgrund des dort meist eingeholten Bewertungsgutachtens eines Wirtschaftsprüfers verbindlich entschieden wird.<sup>127</sup> Das Bundesgericht wird sich in aller Regel an die so ermittelten Tatsachen halten und die getroffenen Ermessensentscheidungen der Vorinstanz (-en) unter den soeben umschriebenen Voraussetzungen nur sehr zu-

rückhaltend kritisieren.<sup>128</sup> Im Rahmen einer Unternehmensbewertung kann das Bundesgericht als Rechtsfrage prüfen, nach welchen Rechtsgrundsätzen die Bewertung vorzunehmen ist, während die nach diesen Grundsätzen vorzunehmende Wertermittlung grundsätzlich eine von der Vorinstanz abschliessend zu beurteilende Tatfrage darstellt.<sup>129</sup> Über die Rechtsfrage, nach welchem Massstab ein Unternehmen zu bewerten ist, entscheidet das Gericht.<sup>130</sup> Die vom Experten in tatsächlicher Hinsicht getroffenen Annahmen sind den Tatfragen zuzuordnen.<sup>131</sup>

### III. Ausgewählte Rechtsfragen

#### 1. Mandatsannahme: Anforderungen an die Unabhängigkeit der bewertenden Person

Die Fachmitteilung befasst sich in einem Abschnitt mit der Unabhängigkeit der bewertenden Person.<sup>132</sup> Gemäss Rz. 19 der Fachmitteilung ist der allgemeine Grundsatz der Unabhängigkeit, jeweils bedingt durch den «Bewertungsanlass» und die «Funktion» der bewertenden Person, auch bei einer Unternehmensbewertung von Bedeutung. Für den Fall, dass die bewertende Person als «Berater des Käufers oder Verkäufers» tätig ist, präzisiert Rz. 20 der Fachmitteilung, dass es sich dabei schon der Natur nach um eine Parteibewertung handeln muss, wobei enge Bindungen und eine Vertrauensbasis durchaus nützlich und sinnvoll sein können, Gefälligkeitsgutachten aber stets zu vermeiden sind. Zudem präzisiert Rz. 21 der Fachmitteilung, dass die Unabhängigkeit auch bei der Tätigkeit als «Schiedsgutachter, neutraler Gutachter oder Vermittler» zu wahren ist, wobei zu beachten sei, dass die Richtlinien zur Unabhängigkeit von EXPERTSuisse nur im Kontext der Erbringung von Prüfungsdienstleistungen gelten und somit nicht – zumindest nicht unmittelbar – auf eine Unternehmensbewertung anwendbar sind. Darüber hinaus hält Rz. 22 der Fachmitteilung fest, dass für «gesetzlich erforderliche Bewertungen» zudem die jeweiligen gesetzlichen Vorschriften einzuhalten sind.

Die Überlegung, dass die Anforderungen an die Unabhängigkeit einer bewertenden Person in rechtlicher Hinsicht insbesondere abhängig von der Funktion der bewertenden Person – und damit dem *Bewertungszweck* – sowie abhängig vom *Bewertungsanlass* sind, trifft den Kern des Problems. Daher sind die einzelnen Unabhängigkeitsanforderungen in Abhängigkeit der

<sup>120</sup> Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577); Urteil 4A\_341/2011 des BGer vom 21. März 2012, E. 5.1.4.

<sup>121</sup> Urteil 4A\_341/2011 des BGer vom 21. März 2012, E. 5.1.3, E. 5.4.2.

<sup>122</sup> Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b; Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577).

<sup>123</sup> Vgl. dazu Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b; Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577); Urteil 4A\_341/2011 des BGer vom 21. März 2012, E. 5.1.4. Siehe auch GERHARD (FN 10), 215 ff.

<sup>124</sup> Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b; Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577).

<sup>125</sup> So Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b; Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577). BÖCKLI (FN 77), § 6 N 221 (Plausibilitätskontrolle).

<sup>126</sup> Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b; Urteil 4A\_96/2011 des BGer vom 20. September 2011, E. 5.4 (nicht publiziert in BGE 137 III 577); Urteil 4A\_341/2011 des BGer vom 21. März 2012, E. 5.1.4. So auch FLÜCKIGER (FN 77), 266.

<sup>127</sup> Ebenso BÖCKLI (FN 77), § 6 N 221.

<sup>128</sup> Vgl. Art. 105 BGG. Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b. BÖCKLI (FN 77), § 6 N 221.

<sup>129</sup> BGE 120 II 259, E. 2a; Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b.

<sup>130</sup> So etwa BGE 121 III 152, E. 3c.

<sup>131</sup> Vgl. hierzu Urteil 4C.363/2000 des BGer vom 3. April 2001, E. 3b.

<sup>132</sup> Vgl. dazu Ziff. 2.2.3 sowie Rz. 19 bis Rz. 22 der Fachmitteilung.



Funktion der bewertenden Person und des Bewertungsanlasses weiter zu konkretisieren.

### 1.1 Berater des Käufers oder Verkäufers oder einer anderen Partei

Handelt die bewertende Person als Berater des Käufers oder Verkäufers, allenfalls auch als Berater einer anderen Partei (z.B. im Rahmen einer Fusion oder anderen Umstrukturierung), und erstellt für diesen oder jenen ein Parteigutachten, steht die Beratungsfunktion der Unternehmensbewertung im Vordergrund.<sup>133</sup> In dieser Funktion sind keine besonderen Anforderungen an die Unabhängigkeit der bewertenden Person zu stellen.<sup>134</sup> Dennoch ist auch in diesem Bereich weiter danach zu unterscheiden, worin der Anlass der Bewertung genau besteht.

Die Bewertungsanlässe, die sich aufgrund einer Kauf- oder Verkaufssituation ergeben, sind äusserst vielfältig. Es kann sich dabei entweder um einen freihändigen Kauf oder Verkauf handeln oder aber um eine gesetzlich erforderliche Bewertung, etwa verbunden mit einem Angebot zur Übernahme der Aktien oder Stammanteile zum wirklichen Wert oder einer Abfindung des ausscheidenden GmbH-Gesellschafters zum wirklichen Wert seiner Anteile.<sup>135</sup> In all diesen Fallkonstellationen werden aus rechtlicher Sicht keine besonderen Anforderungen an die Unabhängigkeit der als Berater der Parteien tätigen bewertenden Person gestellt.

Genauso verhält es sich, wenn die bewertende Person von den Leitungsorganen der an einer Fusion, Spaltung oder Umwandlung beteiligten Kapitalgesellschaften beigezogen wird, damit diese den Fusion-, Spaltungs- oder Umwandlungsbericht erstellen können, worin gewisse bewertungsrelevante Aspekte (z.B. das Umtauschverhältnis, die Höhe von Ausgleichszahlung und Abfindung oder Besonderheiten bei der Anteilsbewertung) näher umschrieben werden müssen.<sup>136</sup> Weder im Gesellschafts- noch im Umstrukturierungsrecht werden irgendwelche Anforderungen aufgestellt, wonach die bewertende Person, welche lediglich in beratender Funktion tätig ist, unabhängig sein müsste.

Dasselbe gilt im Übrigen für eine Bewertung im Zusammenhang mit einer Gründung, einer Kapitalerhöhung oder bei der Aufwertung zur Beseitigung einer Unterbilanz in beratender Funktion: Die von den Parteien als Berater beauftragte Person, welche diese Bewertungen vornimmt, damit die Leitungsorgane den Gründungs- oder Kapitalerhöhungsbericht erstellen können, muss

keinen besonderen Unabhängigkeitsanforderungen genügen.<sup>137</sup>

### 1.2 Sachverständige Person, Schiedsgutachter, neutraler Gutachter oder Vermittler

Sofern die bewertende Person als neutraler Gutachter oder als Vermittler agiert, etwa als sachverständige Person im Rahmen eines gerichtlichen Bewertungsgutachtens oder als Schiedsrichter oder Mitglied eines Schiedsgerichts im Zusammenhang mit einem Schiedsgutachten, dürfte wohl in erster Linie die Vermittlungsfunktion der Unternehmensbewertung betroffen sein.<sup>138</sup> Eine in dieser Funktion tätige bewertende Person muss sehr weitgehenden Unabhängigkeitsanforderungen genügen.<sup>139</sup> Abhängig vom Bewertungsanlass, richten sich diese vorwiegend nach gesellschaftsrechtlichen Gesichtspunkten, darüber hinaus jedoch allenfalls auch nach den anwendbaren zivilprozessualen Regeln und Vorschriften.

Es versteht sich von selbst, dass ein neutraler Gutachter oder Vermittler unabhängig sein muss. In der Schweizer Bewertungslehre wird daher zu Recht herausgestrichen, dass die Anforderungen an die Unabhängigkeit der bewertenden Person umso strenger sein müssen, je bedeutsamer das Resultat der Bewertung für die Absicherung der Adressaten ist.<sup>140</sup> Als allgemeiner Grundsatz muss zudem gelten, dass die mit einer Unternehmensbewertung betraute Revisionsstelle zumindest dann nicht als «neutraler» Gutachter gelten kann, wenn der Anlass der Bewertung in einem Konflikt zwischen der Mehrheit und der Minderheit der Aktionäre oder Gesellschafter begründet ist, da diese faktisch von der Mehrheitspartei gewählt wird.<sup>141</sup> Dass es aufgrund dieser Interessenlage zu Reibungen kommen kann, die bis hin zum Misstrauen einer Partei gegenüber der Revisionsstelle reichen können, liegt auf der Hand.<sup>142</sup>

Sofern die bewertende Person im Rahmen eines Zivilprozesses vom Gericht mit der Bestimmung des wirklichen Werts der Aktien oder Stammanteile oder mit der Festlegung einer angemessenen Ausgleichszahlung betraut wird, sind auch die prozessrechtlichen Regeln und Vorschriften zu beachten. Das zivilprozessuale Pendant zum (gesellschaftsrechtlichen) Konzept der Unabhängigkeit sind die Ausstandsgründe der sachverständigen

<sup>133</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. II.3.1.

<sup>134</sup> Ähnlich HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 35.

<sup>135</sup> Vgl. Art. 685b Abs. 1 (Angebot zur Übernahme der Aktien), Art. 786 Abs. 2 Ziff. 3 und Art. 788 Abs. 3 (Angebot zur Übernahme der Stammanteile) sowie Art. 825 Abs. 1 (Abfindung) OR.

<sup>136</sup> Vgl. insbesondere Art. 14 Abs. 3 Bst. c bis Bst. e (Fusion), Art. 39 Abs. 3 Bst. c und Bst. d (Spaltung) sowie Art. 61 Abs. 3 Bst. d (Umwandlung) FusG.

<sup>137</sup> Vgl. Art. 635 Ziff. 1 und Ziff. 3 sowie Art. 777c Abs. 2 Ziff. 1 (Gründung), Art. 652e Ziff. 1 und Ziff. 5 sowie Art. 781 Abs. 5 Ziff. 4 (Kapitalerhöhung) oder Art. 670 Abs. 1 (Aufwertung) OR.

<sup>138</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. II.3.1.

<sup>139</sup> Satz 2 von Rz. 21 der Fachmitteilung ist vor diesem Hintergrund vielleicht etwas unglücklich formuliert.

<sup>140</sup> HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 35; HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 1), 321.

<sup>141</sup> So schon BÖCKLI (FN 77), § 6 N 235 (Einsetzung der aktienrechtlichen Revisionsstelle als Schiedsgutachterin). Siehe auch Urteil des OGer ZH vom 9. Juli 1985, ZR 1986, 223–227, E. 4 (Schätzung des Werts der vinkulierten Namenaktien durch die Kontrollstelle der Gesellschaft).

<sup>142</sup> Vgl. Art. 183 Abs. 2 i.V.m. Art. 47 ZPO, insbesondere Art. 47 Abs. 1 Bst. a und Bst. b ZPO.

Person.<sup>143</sup> In der deutschen Rechtsprechung hat es hierzu schon einen interessanten, eher zurückhaltenden Entscheid gegeben.<sup>144</sup> Nach der Schweizer Bewertungslehre sollen die Grundsätze zur Unabhängigkeit der Revision (dazu sogleich) aber auch für sachverständige Personen analog gelten.<sup>145</sup>

Dasselbe gilt auch für die Wertbestimmung im Rahmen eines Schiedsgutachtens: Auch hier wird das Unabhängigkeitskonzept vom Erfordernis des Fehlens von Ausstandsgründen überlagert, wenn nicht sogar substituiert.<sup>146</sup> Im Übrigen dürften die Grundsätze zur Unabhängigkeit der Revision (dazu sogleich) auch für einen Schiedsgutachter analog gelten.<sup>147</sup> Dabei gilt es insbesondere zu beachten, dass es aus den bereits erwähnten Unabhängigkeitsüberlegungen nicht zulässig sein dürfte, die amtierende Revisionsstelle als Schiedsgutachter einzusetzen.<sup>148</sup>

### 1.3 Revisionsstelle, Prüfstelle oder Ersteller einer Fairness Opinion

Wird die bewertende Person als Revisionsstelle, als Prüfstelle bei verschiedenen gesellschafts- oder umstrukturierungsrechtlichen Bewertungsanlässen oder etwa als eine mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragte Person tätig, geht es um die Argumentations- und Kontrollfunktion der Unternehmensbewertung.<sup>149</sup> Sofern die bewertende Person in einer dieser Funktionen handelt, muss sie strenge Unabhängigkeitsanforderungen erfüllen.

Die Revisionsstelle nimmt eine wichtige Kontrollfunktion wahr und muss daher sowohl in «tatsächlicher» Hinsicht als auch «dem Anschein nach» unabhängig sein.<sup>150</sup> Bei der ordentlichen und der eingeschränkten Revision gelten wohl unterschiedliche Anforderungen an die Unabhängigkeit.<sup>151</sup> Die Praxis des Bundesgerichts deutet

allerdings darauf hin, dass bei der eingeschränkten Revision nicht generell Abstriche von den Anforderungen an die Unabhängigkeit der Revisionsstelle im Vergleich zur ordentlichen Revision zu machen sind.<sup>152</sup>

Die Unabhängigkeit des Revisors muss auch für die Prüfungstätigkeit der Revisionsgesellschaft im Rahmen der Gründung, Kapitalerhöhung und Aufwertung gelten.<sup>153</sup> Auch der Fusions-, Spaltungs- oder Umwandlungsprüfer muss eine gewisse Unabhängigkeit aufweisen.<sup>154</sup>

Sofern die bewertende Person mit der Erstellung einer Fairness Opinion beauftragt wird, muss sie – dies ergibt sich bereits aus dem Zweck einer solchen Opinion – erhöhten Unabhängigkeitsanforderungen genügen.<sup>155</sup>

## 2. Mandatsabwicklung: Möglichkeiten und Grenzen von Zu- und Abschlüssen im Bewertungsverfahren

Im Rahmen der Bewertung mit Zukunftserfolgsverfahren beschäftigt sich die Fachmitteilung auch mit Zu- und Abschlüssen auf den Unternehmens- oder Anteilswert.<sup>156</sup> In diesem Zusammenhang wird in Rz. 117 der Fachmitteilung zunächst festgehalten, dass solche Zu- und Abschlüsse in der Praxis zwar verbreitet, aber theoretisch nicht unumstritten und empirisch nur wenig abgestützt sind. Zudem sieht Rz. 117 der Fachmitteilung vor, dass die Verwendung solcher Zu- und Abschlüsse im Ermessen der bewertenden Person liegt, welche dabei stets den «Bewertungsanlass» und den «Bewertungszweck» berücksichtigen muss. Ausserdem schreibt Rz. 118 der Fachmitteilung vor, dass zwischen den einzelnen, allenfalls mit Zu- und Abschlüssen zu berücksichtigenden Eigenschaften – lediglich beispielhaft genannt werden die «Unternehmensgrösse», die «Liquidität» und die «Beteiligungsquote und damit verbundene Mitwirkungs- und Kontrollrechte» – Abhängigkeiten und Zusammenhänge bestehen, was von der bewertenden Person besondere Sorgfalt bei deren Auswahl und Bemessung erfordert.

<sup>143</sup> Anders die deutsche Rechtsprechung: Beschluss 26 W 9/06 AktE des OLG Düsseldorf vom 24. Mai 2006, AG 2006, 754–755 (Abschluss- und Vertragsprüfer als gerichtliche Sachverständige im Spruchverfahren).

<sup>144</sup> Beschluss 12 W 45/17 des OLG Karlsruhe vom 31. Januar 2018, Rz. 18 (frühere Tätigkeit als Privatgutachter im Auftrag eines Hauptaktionärs in anderen Verfahren betreffend andere Aktiengesellschaften), Rz. 20 ff. (Mitgliedschaft im IDW und dessen Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft).

<sup>145</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 37.

<sup>146</sup> Vgl. Art. 189 Abs. 3 Bst. b ZPO, wobei auch hier Art. 47 ZPO analog anwendbar sein dürfte.

<sup>147</sup> So etwa HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 37.

<sup>148</sup> So schon BÖCKLI (FN 77), § 6 N 235 (Wahl durch die Mehrheitspartei und Vertrauensverhältnis zum Verwaltungsrat). Ähnlich HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 37 (Organfunktion der Revisionsstelle).

<sup>149</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. II.3.1.

<sup>150</sup> Vgl. Art. 728 Abs. 1 (ordentliche Revision) und Art. 729 Abs. 1 (eingeschränkte Revision) OR. Siehe auch die in Art. 728 Abs. 2 OR aufgelisteten Tatbestände, die mit der Unabhängigkeit unvereinbar sind.

<sup>151</sup> Vgl. etwa URS BERTSCHINGER, Unabhängigkeit der Revisionsstelle bei der eingeschränkten und der ordentlichen Revision – Gleichlauf und Differenz, AJP 2012, 1221–1237, 1224 ff.; RICO A. CAMPONO-

VO/SARA R. CAMPONOVO, Anschein der Unabhängigkeit bei eingeschränkter Revision: Der Konkretisierungsauftrag des Gesetzgebers, AJP 2014, 627–648, 639 ff.

<sup>152</sup> Urteil 2C\_907/2011 des BGer vom 8. Mai 2012, E. 3.2.2, E. 3.5.1; Urteil 2C\_709/2012 des BGer vom 20. Juni 2013, E. 4.3.

<sup>153</sup> Vgl. Art. 635a sowie Art. 777c Abs. 2 Ziff. 1 (Gründung), Art. 652f Abs. 1 sowie Art. 781 Abs. 5 Ziff. 4 (Kapitalerhöhung) oder Art. 670 Abs. 2 (Aufwertung) OR. Siehe auch BSK OR II-SCHENKER, Art. 635a N 3; BSK OR II-ZINDEL/ISLER, Art. 652f N 5; BSK OR II-NEUHAUS/BALKANYI, Art. 670 N 18.

<sup>154</sup> Vgl. Art. 15 (Fusion), Art. 40 (Spaltung) und Art. 62 (Umwandlung) FusG. Die deutsche Rechtsprechung ist diesbezüglich sehr grosszügig: Beschluss 20 W 6/03 des OLG Stuttgart vom 3. Dezember 2003, Rz 18 ff.

<sup>155</sup> Zur Erstellung einer Fairness Opinion bei öffentlichen Übernahmen: Art. 30 Abs. 6 UEV sowie Rz. 6 bis Rz. 11 des UEK-Rundschreibens Nr. 3 zur Prüfung von öffentlichen Kaufangeboten vom 26. Juni 2014 und die in FN 12 zitierte Praxis der UEK.

<sup>156</sup> Vgl. dazu Ziff. 3.3.5 sowie Rz. 117 und Rz. 118 der Fachmitteilung.

Die Aussage, dass die Verwendung von Zu- und Abschlägen auf den Unternehmens- oder Anteilswert im Ermessen der bewertenden Person liegt, stimmt nur bedingt. Zu Recht wird diese Aussage daher insofern relativiert, wonach dabei sowohl der *Bewertungsanlass* als auch der *Bewertungszweck* berücksichtigt werden muss. Vor diesem Hintergrund sind die Möglichkeiten und Grenzen der gängigsten Zu- und Abschläge im Einzelnen zu untersuchen.

## 2.1 Unternehmensgrösse: Abschlag für kleine und mittlere Unternehmen

Ein Abschlag auf den Unternehmens- oder Anteilswert für KMU (Small Company Discount) ist in der Schweizer Bewertungspraxis offenbar üblich, wobei ein solcher in bewertungstechnischer Hinsicht wohl überwiegend als grössenabhängiger Zuschlag auf die Kapitalkosten (daher oft auch als Small Cap Premium oder Size Premium bezeichnet) berücksichtigt wird.<sup>157</sup> Die Höhe des Zuschlags auf den Eigenkapitalkosten dürfte je nach Gegebenheiten meistens zwischen 0 % und 4 % liegen, woraus sich unter Umständen eine Reduktion des Unternehmens- oder Anteilswerts von bis zu 35 % ergeben kann.<sup>158</sup>

In der Fachmitteilung wird die Unternehmensgrösse ausdrücklich als eine möglicherweise mit einem Zu- oder Abschlag zu berücksichtigende Eigenschaft erwähnt, die berufsständischen Standards in Deutschland sehen demgegenüber keine Notwendigkeit für eine grössenabhängige Risikoprämie, während eine etwa erst kürzlich erschienene Studie der australischen und neuseeländischen Berufsorganisation eine entsprechende Prämie tendenziell befürwortet.<sup>159</sup>

Die theoretische Begründung solcher Abschläge ergibt sich im Wesentlichen daraus, dass KMU aus verschiedenen Gründen einem erhöhten (operativen) Risiko ausgesetzt sind als grössere Unternehmen.<sup>160</sup> Daraus ergibt sich, dass Investoren bei einem KMU regelmässig eine höhere Rendite als bei einem grösseren Unternehmen erwarten, um das höhere Risiko einer Investition

in ein KMU zu kompensieren. Dieser Zusammenhang ist jedoch auch in der Theorie der betriebswirtschaftlichen Forschung nicht unumstritten.<sup>161</sup> CARL HELBLING argumentiert etwa, dass sich die enge Verbindung des Managements zu den Kapitalgebern in aller Regel günstig auswirkt, wobei sie durchaus auch fortschrittsbehindernd sein könne.<sup>162</sup>

Verschiedene empirische Studien, vorwiegend im Kontext und unter Rückgriff auf den Kapitalmarkt in den Vereinigten Staaten, haben belegt, dass kleinere Unternehmen höhere risikoadjustierte Überrenditen aufweisen als grössere Unternehmen.<sup>163</sup> Manche Studien finden jedoch keinen statistisch signifikanten Grösseneffekt, was darauf hindeutet, dass die Unternehmensgrösse an sich, auch bei der Unternehmensbewertung, nicht als Risikofaktor verwendet werden sollte.<sup>164</sup> Vor allem europäisch geprägte Untersuchungen hinterfragen den Einsatz von grössenabhängigen Zuschlägen im Rahmen einer Unternehmensbewertung zunehmend.<sup>165</sup>

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie ein Abschlag auf den Unternehmens- oder Anteilswert für KMU aus (gesellschafts-) rechtlicher Sicht zu beurteilen ist. Dass die Zulässigkeit und Angemessenheit eines solchen Abschlags durchaus auch der gerichtlichen Beurteilung zugänglich sein kann, zeigt ein neuerer Entscheid des Delaware Court of Chancery, der daraufhin vom Delaware Supreme Court bestätigt worden ist.<sup>166</sup> HOLGER FLEISCHER hält in diesem Zusammenhang etwa für das deutsche Personengesellschafts- und GmbH-Recht fest, dass ein allgemeiner Bewertungsabschlag für KMU «nicht in Betracht [kommt]», sondern vielmehr differenziert darzulegen ist, warum und inwieweit sich die ein-

<sup>157</sup> YVES CHERIDITO/THOMAS SCHNELLER, Discounts und Premia in der Unternehmensbewertung: Sorgfältige Analyse und Anwendungshinweise unerlässlich, ST 2008, 416–421, 417 f.; HÜTTCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 129. TOBIAS HÜTTCHE, Zur Praxis der Unternehmensbewertung in der Schweiz: Stand der Bewertungslehre und Umsetzung, ST 4/2012, 208–212, 210 hat ausserdem festgestellt, dass rund drei Viertel der durch eine Wirtschaftsprüfungsgesellschaft erstellten Bewertungsgutachten von Schweizer Publikumsgesellschaften (zum hier diskutierten Abschlag spiegelbildliche) Grössenzuschläge verwenden.

<sup>158</sup> CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 417; HÜTTCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 132.

<sup>159</sup> Für die Schweiz: Rz. 118 der Fachmitteilung. Für Deutschland: IDW Praxishinweis 1/2014, WPg Supplement 2/2014, 35, insbesondere Rz. 47. Für Australien und Neuseeland: ROLAND WINN/TONY CARLTON/JIANLEI HAN/TERRY PAN, The Size Premium: Australian Evidence, Sydney 2018, 5, 29.

<sup>160</sup> Vgl. dazu etwa ROGER J. GRABOWSKI, The Size Effect – It is still relevant, *Business Valuation Review* 35 (2016) 2, 62–71, 62, 65 ff.

<sup>161</sup> Vgl. hierzu etwa ASWATH DAMODARAN, The Small Cap Premium: Where is the Beef?, *Business Valuation Review* 34 (2015) 4, 152–157, 153 ff.

<sup>162</sup> CARL HELBLING, Unternehmensbewertung mittelständischer Unternehmen (in der Schweiz), in: JÖRG BAETGE/HANS-JÜRGEN KIRSCH (Hrsg.), Besonderheiten der Bewertung von Unternehmensteilen sowie von kleinen und mittleren Unternehmen, Düsseldorf 2006, 1–15, 12.

<sup>163</sup> ROLF W. BANZ, The Relationship between Return and Market Value of Common Stock, *Journal of Financial Economics* 9 (1981) 1, 3–18, 7 ff.; EUGENE F. FAMA/KENNETH R. FRENCH, The Cross-Section of Expected Stock Returns, *The Journal of Finance* 47 (1992) 2, 427–465, 432 ff.

<sup>164</sup> JOEL L. HOROWITZ/TIM LOUGHRAN/N.E. SAVIN, The Disappearing Size Effect, *Research in Economics* 54 (2000) 1, 83–100, 86 ff.

<sup>165</sup> ROLAND SCHULZ, Grössenabhängige Risikoanpassungen in der Unternehmensbewertung, Düsseldorf 2009, 135 ff., 255; JÖRG BAETGE/HANS-JÜRGEN KIRSCH/PETER KOELEN/ROLAND SCHULZ, On the Myth of Size Premiums in Corporate Valuation: Some Empirical Evidence from the German Stock Market, *The Journal of Applied Research in Accounting and Finance* 5 (2010) 1, 2–15, 3 ff.

<sup>166</sup> Memorandum Opinion C.A. No. 10554–VCG des Delaware Court of Chancery vom 30. Mai 2017, Ziff. II.B.3.c., 47 ff. (Vice Chancellor Glasscock hat vorliegend, unter Berücksichtigung der in zwei verschiedenen Bewertungsgutachten errechneten Zuschlägen von 2,69 % und 4,22 % auf die Kapitalkosten, einen durchschnittlichen Risikozuschlag von 3,46 % als massgeblich erklärt); Order No. 295–2017 des Delaware Supreme Court vom 23. Februar 2018.



zelnen Merkmalsausprägungen eines KMU auf den Unternehmens- oder Anteilswert auswirken.<sup>167</sup>

Diese Überlegung sollte man sich auch bei der Bewertung von (nicht börsenkotierten) Kapitalgesellschaften in der Schweiz vor Augen halten, auch wenn immerhin einzuwenden ist, dass keine rechtliche Vorschrift besteht, welche die Berücksichtigung eines entsprechenden Zu- oder Abschlags verbieten würde. Für die gesellschafts- und umstrukturierungsrechtlichen Modellfälle, die Bestimmung des wirklichen Werts der Aktien oder Stammanteile und die Festsetzung einer angemessenen Ausgleichszahlung, sind keine Besonderheiten zu beachten.

## 2.2 Liquidität: Fungibilitätsabschlag

Ein Fungibilitätsabschlag (Marketability Discount oder Illiquidity Discount) kommt in der Praxis vor allem bei privat gehaltenen Unternehmen in Betracht, deren Titel nicht regelmässig gehandelt werden.<sup>168</sup> Mit einem solchen Abschlag auf dem Anteilswert soll die fehlende oder eingeschränkte Marktgängigkeit eines Titels erfasst werden, möglicherweise aufgrund eines illiquiden Marktes. Alternativ kann die geringere Mobilität im Bewertungsmodell auch als Risikozuschlag auf den Kapitalkosten abgebildet werden.<sup>169</sup> In der schweizerischen Bewertungspraxis bewegen sich die Fungibilitätsabschläge im Durchschnitt in der Grössenordnung zwischen 15 % und 20 % gegenüber vergleichbaren marktgängigen Minderheitsanteilen.<sup>170</sup>

In der Fachmitteilung wird die Liquidität als eine allenfalls mit einem Zu- oder Abschlag zu berücksichtigende Eigenschaft erwähnt, nicht aber – genauer gesagt: nicht mehr – in der Bewertungspraxis des IDW in Deutschland und auch in Österreich wird eine pauschale Berücksichtigung des Fungibilitätsrisikos vom Berufsstand der Wirtschaftstreuhänder abgelehnt.<sup>171</sup>

Ob das Fungibilitätsrisiko im Rahmen einer Unternehmensbewertung zu berücksichtigen ist oder nicht, ist in der deutschen Betriebswirtschaftslehre nach wie vor höchst umstritten.<sup>172</sup> Die Befürworter von Fungibili-

tätsabschlägen machen etwa geltend, dass ein rationaler Anleger demjenigen von zwei sonst identischen Unternehmen einen geringeren Wert beimisst, dessen Anteile er oder sie nur mit grösseren Schwierigkeiten wieder veräussern kann.<sup>173</sup> Die Gegner berufen sich auf die mangelnde Objektivierbarkeit von Fungibilitätsabschlägen oder zweifeln an deren theoretischer Fundierung, wonach eine geringere Liquidität zumindest insofern irrelevant sei, soweit gar nicht beabsichtigt wird, die Anteile zu veräussern.<sup>174</sup> Im Bewertungsschrifttum der Vereinigten Staaten wirbt etwa SHANNON P. PRATT in seinem Standardwerk für eine Berücksichtigung des Fungibilitätsrisikos im Bewertungsverfahren.<sup>175</sup>

Diesbezüglich gibt es mittlerweile auch schon zahlreiche empirische Studien.<sup>176</sup> Zum einen handelt es sich dabei um Restricted Stock Studien, bei denen die Preise von nicht für den öffentlichen Handel registrierten Anteilen mit börslich handelbaren Anteilen ein und desselben Unternehmens verglichen werden.<sup>177</sup> Zum anderen werden Pre-IPO Discount Studien herangezogen, bei denen der Preisabschlag für fehlende Marktgängigkeit durch einen Vergleich der Aktienpreise vor und nach der erstmaligen Börsenkotierung ermittelt wird.<sup>178</sup> Immerhin eine gewis-

<sup>167</sup> HOLGER FLEISCHER, Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesellschaften – Minderheitsabschlag, Fungibilitätsabschlag, Abschlag für Schlüsselpersonen, ZIP 2012, 1633–1642, 1634; HOLGER FLEISCHER, Unternehmensbewertung im Personengesellschafts- und GmbH-Recht, in: FLEISCHER/HÜTTEMANN (FN 2), § 22 N 8 und N 34.

<sup>168</sup> CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 419.

<sup>169</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 131.

<sup>170</sup> CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 420, 421.

<sup>171</sup> Für die Schweiz: Rz. 118 der Fachmitteilung. Für Deutschland: IDW S 1 i.d.F. 2008 (keine Erwähnung der Fungibilität), anders noch IDW S 1 i.d.F. 2000, Rz. 97 (Erwähnung der Fungibilität der Unternehmensanteile als Einflussfaktor auf das Risiko); näher darauf eingehend FLEISCHER (FN 167), 1638. Für Österreich: KFS BW1, Ziff. 5.2 (Berücksichtigung der Fungibilität, sofern von einer begrenzten Haltedauer auszugehen ist).

<sup>172</sup> Zur Dogmengeschichte des Fungibilitätsrisikos in der deutschen Betriebswirtschaftslehre: FLEISCHER (FN 167), 1637, m.w.N.

<sup>173</sup> HANS-JOACHIM BÖCKING/KARSTEN NOWAK, Marktorientierte Unternehmensbewertung: Darstellung und Würdigung der marktorientierten Vergleichsverfahren vor dem Hintergrund der deutschen Kapitalmarktverhältnisse, *Finanz-Betrieb* 1 (1999) 8, 169–176, 173; GERNOT W. ZEIDLER, Die Anwendbarkeit von IDW S 1 auf kleine und mittlere Unternehmen, in: JÖRG BAETGE/HANS-JÜRGEN KIRSCH (Hrsg.), Besonderheiten der Bewertung von Unternehmensteilen sowie von kleinen und mittleren Unternehmen, Düsseldorf 2006, 41–56, 50.

<sup>174</sup> SCHULZ (FN 165), 105; WOLFGANG BALLWIESER, Die Erfassung von Illiquidität bei der Unternehmensbewertung, in: KLAUS SCHÄFER/HANS-PETER BURGHOF/LUTZ JOHANNING/HANNES F. WAGNER/SABINE RODT (Hrsg.), Risikomanagement und kapitalmarktorientierte Finanzierung, Frankfurt a.M. 2009, 283–300, 295 ff.

<sup>175</sup> SHANNON P. PRATT, Business Valuation Discounts and Premiums, 2.A., Hoboken 2009, 86 ff.

<sup>176</sup> Für eine gute Übersicht zu Restricted Stock und Pre-IPO Discount Studien: JOHN KOEPLING/ATULYA SARIN/ALAN C. SHAPIRO, The Private Company Discount, *Journal of Applied Corporate Finance* 12 (2000) 4, 94–101, 95 f.; ROBERT REILLY/AARON ROTKOWSKI, The Discount for Lack of Marketability: Update on Current Studies and Analysis of Current Controversies, *The Tax Lawyer* 61 (2007) 1, 241–286, 248 ff.

<sup>177</sup> WILLIAM L. SILBER, Discounts on Restricted Stock: The Impact on Illiquidity on Stock Prices, *Financial Analysts Journal* 47 (1991) 4, 60–64, 61 f. (Abschlag von 33,75 % für Privatplatzierungen); MICHAEL HERTZEL/RICHARD L. SMITH, Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately, *The Journal of Finance* 48 (1993) 2, 459–485, 470 f. (Abschlag von 20,14 % für Privatplatzierungen), 480 (Abschlag von 13,5 % für die Platzierung von Restricted Shares); MUKESH BAJAJ/DAVID J. DENIS/STEPHEN P. FERRIS/ATULYA SARIN, Firm Value and Marketability Discounts, *The Journal of Corporation Law* 27 (2001) 1, 89–115, Exhibit 9 (Abschlag von 22,2 % für Privatplatzierungen).

<sup>178</sup> JOHN D. EMORY, The Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock: January, 1980 through June, 1981, *Business Valuation Review* 4 (1985) 3, 21–24, 24 (Abschlag von 60 %); JOHN D. EMORY SR./F.R. DENGEL III/JOHN D. EMORY JR., Expanded Study of the Value of Marketability as Illustrated in Initial Public Offerings of Common Stock: May 1997 through December 2000, *Business Valuation Review* 20 (2001) 4, 4–20, 4 (Abschlag von 50 %).



se Bedeutung haben daneben auch Cost to Obtain Liquidity Studien.<sup>179</sup> Neben methodischer Kritik kann man sich allerdings durchaus fragen, inwiefern die Erkenntnisse all dieser Studien auf einen europäischen und den schweizerischen Kontext übertragen werden können.

In (gesellschafts-) rechtlicher Hinsicht sind insbesondere in der deutschen Rechtsprechung und in der rechtsgeprägten Bewertungsliteratur erste Spuren zu diesem Thema zu finden. Das Oberlandesgericht Köln hat sich beim Austritt eines Gesellschafters aus der GmbH aus einem wichtigen Grund gegen Fungibilitätsabschläge ausgesprochen mit der Begründung, dass sie den Mehrheitsgesellschafter «völlig ungerechtfertigt einseitig bevorzugen» würden.<sup>180</sup> In der deutschen Bewertungsliteratur werden solche Abschläge ebenfalls verschiedentlich abgelehnt, wobei es auch mehrere befürwortende Stimmen gibt.<sup>181</sup> HOLGER FLEISCHER kommt in seiner Analyse zum Ergebnis, dass insgesamt gute Gründe – insbesondere der Grundsatz indirekter Anteilsbewertung, wonach die Abfindung quotall aus dem Gesamtunternehmenswert abzuleiten ist, möglicherweise auch das Gebot der «vollen Entschädigung» aus Art. 14 des deutschen Grundgesetzes – gegen eine Berücksichtigung des Fungibilitätsrisikos beim Ausscheiden eines Gesellschafters aus der GmbH sprechen, wobei offengelassen wurde, ob dasselbe auch für aussen stehende Aktionäre nach § 305 des deutschen Aktiengesetzes gilt.<sup>182</sup>

Im schweizerischen Recht sind keine Anhaltspunkte ersichtlich, die einen Fungibilitätsabschlag bei geschlossenen Kapitalgesellschaften verbieten würden. Die Übernahmekommission tendiert in ihrer Praxis dazu, diesen Abschlag bei der Bewertung börsenkotierter Unternehmen – im Rahmen der Überprüfung der finanziellen Angemessenheit eines öffentlichen Kaufangebots mit Hilfe einer Fairness Opinion – unter Liquiditätsgesichtspunkten gutzuheissen.<sup>183</sup> Immerhin ist diesbezüglich anzu-

merken, dass in den zu beurteilenden Transaktionen die Zusammensetzung der Aktionärsstruktur und insbesondere Aspekte des Minderheitenschutzes relativ stark hineingespielt haben dürften. Einen Abschlag vom Börsenkurs aufgrund der Illiquidität der Titel vorzunehmen, ist in meinen Augen aber bereits vom Ansatz her verfehlt. Entweder ist ein Börsenkurs aussagekräftig und kann im Rahmen der Bewertung herangezogen werden oder er ist es nicht. Etwas dazwischen darf es bei der Bewertung am Kapitalmarkt nicht geben.

## 2.3 Beteiligungsquote und damit verbundene Mitwirkungs- und Kontrollrechte

### a. Beteiligungsquote

#### aa. Kontrollprämie oder Paketzuschlag

In der Schweizer Bewertungspraxis dürften Paketzuschläge regelmässig in einer Bandbreite von 10 % und 30 % liegen, wobei sich die durchschnittliche Kontrollprämie (Control Premium) inzwischen wohl bei rund 20 % eingependelt haben dürfte.<sup>184</sup> CARL HELBLING hat den prozentualen Zuschlag auf die nach der indirekten Methode ermittelte Wertquote damals (1998) erfahrungsgemäss auf etwa 10 % beziffert und als «angemessen» bezeichnet.<sup>185</sup>

Die Fachmitteilung erwähnt die Beteiligungsquote als Eigenschaft, die im Rahmen einer Unternehmens- oder Anteilsbewertung mit einem Zuschlag berücksichtigt werden kann, was wohl insbesondere für einfache Mehrheiten, qualifizierte Mehrheiten oder vollständige Mehrheiten (ein Alleinaktionär oder alleiniger Gesellschafter) gelten dürfte.<sup>186</sup> Weder der deutsche IDW S 1 Standard noch der österreichische KFS BW1 Standard befassen sich ausdrücklich mit der Kontrollprämie oder dem Paketzuschlag, tendieren aber dazu, derartige Prämien oder Zuschläge bei der Ermittlung eines subjektiven Anteilswerts zuzulassen, nicht aber – dies aufgrund der indirekten Methode – bei objektivierten Unternehmensbewertungen.<sup>187</sup>

Der Wert einer kontrollierenden Beteiligung an einer privat gehaltenen, nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaft

<sup>179</sup> JAY R. RITTER, The Costs of Going Public, *Journal of Financial Economics* 19 (1987) 2, 269–281, 270 ff. (Abschlag von 21,22 % für ein Firm Commitment Underwriting, Abschlag von 31,87 % für ein Best Efforts Underwriting); HSUAN-CHI CHEN/JAY R. RITTER, The Seven Percent Solution, *The Journal of Finance* 55 (2000) 3, 1105–1131, 1108 ff. (Abschlag von 7 % für einen Börsengang in den Vereinigten Staaten).

<sup>180</sup> Urteil 19 U 108/96 des OLG Köln vom 26. März 1999, Rz. 203.

<sup>181</sup> Vgl. die Nachweise zu den ablehnenden Lehrmeinungen bei GROSSFELD/EGGER/TÖNNES (FN 2), Rz. 955 ff. Befürwortend etwa CHRISTOPH NEUHAUS, Unternehmensbewertung und Abfindung, Diss. Bonn, Heidelberg 1990, 129.

<sup>182</sup> FLEISCHER (FN 167), 1639.

<sup>183</sup> Verfügung 478/01 der UEK vom 27. Mai 2011, E. 8.3 («la faible liquidité d'un marché boursier [...] peut avoir pour effet de diminuer la valeur en bourse des actions concernées»); Verfügung 670/01 der UEK vom 28. August 2017, E. 8.2 (die Frage der Zulässigkeit des Illiquiditätsabschlags wurde offengelassen, weil sich dieser Abschlag vorliegend nicht auf das Ergebnis der Fairness Opinion ausgewirkt hatte); Verfügung 724/01 der UEK vom 17. April 2019, E. 8.3 («la décote d'illiquidité [...] apparaît justifiée du point de vue de l'évaluation financière au vu [...] de la faible liquidité des actions au porteur»). So schon – und, wie immer, wegweisend – MARIE JENNY, La protection de l'offrant dans les offres publiques

d'acquisition: La sécurité juridique à l'épreuve de la pratique, Diss. Genf, Zürich 2018, 272.

<sup>184</sup> CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 418. Zur davon unabhängigen Frage nach der Höhe der im schweizerischen Markt für Unternehmenskontrolle von Publikumsgesellschaften bezahlten Übernahmeprämien: VALENTIN JENTSCH, Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung in der Schweiz: Eine empirische Untersuchung, *GesKR* 3/2010, 369–378, 374 ff. und Abbildung 1.

<sup>185</sup> HELBLING (FN 119), 535, 536.

<sup>186</sup> Zu dieser Unterscheidung: GIORGIO MEIER-MAZZUCATO/MARC A. MONTANDON, Wert- bzw. Preisperspektiven und Paketz- und -abschläge bei der Unternehmensbewertung und bei Unternehmenstransaktionen, *TREX* 2011, 270–275, 271 (Kontrollprämie des Finanzinvestors), 273 f. (unterschiedliche Paketzuschläge für verschiedene Mehrheitsstufen).

<sup>187</sup> Vgl. Rz. 13 von IDW S 1 sowie Rz. 132 und Rz. 134 von KFS BW1.

liegt in erster Linie darin, diese anders (und besser) zu führen als bisher, vor allem bei schlecht geführten Unternehmen.<sup>188</sup> Der Erwerb einer solchen Beteiligung kann daher bei der Bewertung einer privaten Gesellschaft eine Kontrollprämie rechtfertigen.<sup>189</sup> Dies, wohlgeachtet, in rein subjektiver Hinsicht aus der Perspektive der dieses kontrollierende Paket erwerbenden Person. Zudem kann ein Minderheitszuschlag angezeigt sein, etwa bei der Abfindung «lästiger» Gesellschafter oder aufgrund besonderer Umstände auf Seiten des Erwerbers (z.B. indem dieser erst dadurch eine rechtlich relevante Beteiligungsquote erhält, die ihm ermöglicht, das Unternehmen zu kontrollieren).<sup>190</sup>

Damit ist allerdings noch nicht gesagt, ob es einem Kontrollaktionär oder einem kontrollierenden Gesellschafter auch tatsächlich gelingt, nicht nur für sich, sondern auch und insbesondere für die Gesellschaft und die übrigen am Unternehmen beteiligten Personen langfristig einen Mehrwert zu schaffen. Die vielen empirischen Studien, die den Zusammenhang zwischen mehrheitsdominierten Stimmrechts- und Kapitalstrukturen und dem Unternehmenswert untersuchen, führen nach wie vor zu widersprüchlichen Ergebnissen.<sup>191</sup> Auch aufgrund der im schweizerischen Markt durchgeführten empirischen Untersuchungen ergibt sich auch heute noch kein klares Bild darüber, ob Kontrollaktionäre einen positiven oder einen negativen Einfluss auf den Unternehmenswert von (Familien- und) Publikumsgesellschaften haben.<sup>192</sup>

Im rechtsvergleichenden Schrifttum finden sich soweit ersichtlich keine ausdrücklichen Hinweise darauf, ob und allenfalls inwiefern eine Kontrollprämie oder ein Paketzuschlag bei der Bewertung von nicht börsennotierten Kapitalgesellschaften zulässig ist oder nicht. Immerhin wird zu Recht darauf hingewiesen, dass bei der Anteilsbewertung der gesellschaftsrechtliche Gleichheitssatz durchwegs beachtet werden muss.<sup>193</sup>

Das schweizerische Bundesgericht hat die Frage nach der Zulässigkeit einer solchen Prämie oder eines solchen Zuschlags im Zusammenhang mit dem Angebot zur Übernahme der vinkulierten Namenaktien zum wirklichen Wert der Aktien ausdrücklich offengelassen.<sup>194</sup> Die neuere Bewertungsliteratur dürfte m.E. allerdings zu Recht davon ausgehen, dass insbesondere bei gutachterlichen Bewertungen und einer indirekten Anteilsbewertung kein Raum für solche Prämien oder Zuschläge verbleibt.<sup>195</sup>

#### ab. Minderheitsabschlag

Bei einer freihändigen Anteilsveräußerung in geschlossenen Kapitalgesellschaften entspricht der Minderheitsabschlag (Minority Discount) nicht nur in den Vereinigten Staaten, sondern auch in Deutschland, Österreich und der Schweiz einer gängigen Praxis.<sup>196</sup> In der Schweizer Bewertungspraxis dürften Abschläge in einer Bandbreite von 10 % bis 30 % die Regel sein.<sup>197</sup> TOBIAS HÜTTSCHE und GIORGIO MEIER-MAZZUCATO schlagen für Schweizer KMU je nach Umfang der Minderheitsbeteiligung einen variablen Abschlag von 10 % bis 20 % vor.<sup>198</sup>

Die Fachmitteilung erwähnt die Beteiligungsquote als Eigenschaft, die im Rahmen einer Unternehmens- oder Anteilsbewertung als Abschlag berücksichtigt werden kann, was wohl insbesondere für unqualifizierte Minderheiten, einfache Minderheiten oder qualifizierte Minder-

<sup>188</sup> ASWATH DAMODARAN, The Value of Control: Implications for Control Premiums, Minority Discounts and Voting Share Differentials, *New York University Journal of Law and Business* 8 (2012) 2, 487–503, 502.

<sup>189</sup> DAMODARAN (FN 188), 499 ff. Zur Abschaffung der Kontrollprämie im schweizerischen Übernahmerecht: DANIEL DAENIKER, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in: RUDOLF TSCHÄNI (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XIII*, Zürich 2010, 93–139; Memorandum zur Kontrollprämie der UEK vom 21. Januar 2011; NINA REISER/HANS CASPAR VON DER CRONE, Mindestpreis nach Art. 32 Abs. 4 BEHG, *GesKR* 1/2012, 29–44.

<sup>190</sup> HELBLING (FN 119), 537.

<sup>191</sup> Für die Vereinigten Staaten: CLIFFORD G. HOLDERNESS/DENNIS P. SHEEHAN, The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis, *Journal of Financial Economics* 20 (1998) 1–2, 317–346; RONALD C. ANDERSON/DAVID M. REEB, Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance* 58 (2003) 3, 1301–1328. Für Europa: STEEN THOMSEN/TORBEN PEDERSEN, Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies, *Strategic Management Journal* 21 (2000) 6, 689–705; BENJAMIN MAURY, Family Ownership and Firm Performance: Empirical Evidence from Western European Corporations, *Journal of Corporate Finance* 12 (2006) 2, 321–341. Für Japan: TAKATO HIRAKI/HIDEAKI INOUE/AKITOSHI ITO/FUMIAKI KUROKI/HIROYUKI MASUDA, Corporate Governance and Firm Value in Japan: Evidence from 1985 to 1998, *Pacific-Basin Finance Journal* 11 (2003) 3, 239–265; TSUNG-MING YEH, Large Shareholders, Shareholder Proposals, and Firm Performance: Evidence from Japan, *Corporate Governance* 22 (2014) 4, 312–329.

<sup>192</sup> Vgl. hierzu etwa VALENTIN JENTSCH, Board Composition, Ownership Structure and Firm Value: Empirical Evidence from Switzerland, *European Business Organization Law Review* 20 (2019) 2, 203–254, 220 ff. (negativer Zusammenhang zwischen Kontrollaktionären und dem Unternehmenswert); DUŠAN ISAKOV/JEAN-PHILIPPE WEISSKOPF, Are Founding Families Special Blockholders?

An Investigation of Controlling Shareholder Influence on Firm Performance, *Journal of Banking and Finance* 41 (2014), 1–16, 8 ff. (positiver Einfluss von Kontrollaktionären in Familiengesellschaften).

<sup>193</sup> So etwa GROSSFELD/EGGER/TÖNNES (FN 2), Rz. 1359 und Rz. 1361 (bezugnehmend auf § 53a des deutschen Aktiengesetzes).

<sup>194</sup> BGE 120 II 259, E. 2b: «Ob [über den objektiven Unternehmenswert] hinaus auch subjektive, persönliche Interessen zu berücksichtigen sind [...], braucht im vorliegenden Fall nicht erörtert zu werden».

<sup>195</sup> SCHÖN (FN 1), 118 (AG), 128 (GmbH); HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 130.

<sup>196</sup> Für die Vereinigten Staaten: DOUGLAS K. MOLL, Shareholder Oppression and «Fair Value»: of Discounts, Dates, and Dastardly Deeds in the Close Corporation, *Duke Law Journal* 54 (2004) 2, 293–383, 315 f. Für Deutschland: WALTER SIGLE, Gedanken zur Wirksamkeit von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen, *ZGR* 1999, 659–681, 696 f. Für Österreich: MARTIN WINNER, Wert und Preis im Zivilrecht, Habil. Wien 2008, 417. Für die Schweiz: CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 418; HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 130.

<sup>197</sup> HELBLING (FN 119), 535; CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 418.

<sup>198</sup> HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 130.

heiten (mit einer Sperrminorität) relevant sein dürfte.<sup>199</sup> IDW S 1 enthält – abgesehen vom Hinweis,<sup>200</sup> dass der objektive Wert eines Unternehmensanteils dem quotalen Wertanteil des Gesamtunternehmens entspricht – keine konkreten Angaben zu Minderheitsabschlägen. Gemäss KFS BW1 ist die Berücksichtigung von Minderheitsabschlägen im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung aufgrund der indirekten Methode der Wertermittlung unzulässig, kann aber bei der Ermittlung von subjektiven Anteilswerten geradezu geboten sein.<sup>201</sup>

Die theoretische Legitimation eines Minderheitsabschlags ergibt sich im Wesentlichen daraus, dass die Inhaber von Minderheitsbeteiligungen in einer Kapitalgesellschaft aufgrund des dort in aller Regel sehr stark ausgeprägten Mehrheitsprinzips über keinen nennenswerten Einfluss auf die Geschäftspolitik und die Gewinnverwendung verfügen.<sup>202</sup> Minderheitsabschläge rechtfertigen sich daher in ökonomischer Hinsicht vor allem dadurch, «dass die Ausschüttungen auf den Minderheitsanteilen (mehr oder weniger stark) unsicherer sind als die Ausschüttungen auf den Mehrheitsanteilen».<sup>203</sup>

Es besteht erstaunlich wenig empirische Literatur zur spezifischen Problematik, wie ein Minderheitsabschlag im Rahmen einer Unternehmensbewertung zu handhaben ist. Eine Ausnahme davon ist die erst kürzlich erschienene Untersuchung von MASSIMILIANO CELLI, die allerdings nicht wirklich empirisch, sondern eher methodisch und argumentativ aufgebaut ist.<sup>204</sup>

Aus rechtsvergleichender Sicht ist zu vermerken, dass die österreichische Lehre – zumindest in bestimmten, näher definierten Situationen und Konstellationen – Minderheitsabschläge als Verstoss gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz ablehnt.<sup>205</sup> Die herrschende Lehre<sup>206</sup> und

Rechtsprechung<sup>207</sup> in Deutschland lehnt Minderheitsabschläge im GmbH-Recht unter Verweis auf den gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz ebenfalls überwiegend ab.

Das schweizerische Bundesgericht hat die Frage nach der Zulässigkeit solcher Abschläge (wie bereits erwähnt) ausdrücklich offengelassen.<sup>208</sup> Immerhin tendiert die Übernahmekommission bei der Bewertung von börsenkotierten Unternehmen im Zusammenhang mit der Überprüfung der finanziellen Angemessenheit eines öffentlichen Kaufangebots durch die Erstellung einer Fairness Opinion dazu, einen solchen Abschlag bei einer starken Majorisierung im Aktionariat gutzuheissen.<sup>209</sup> Die Lehre ist in dieser Frage gespalten. Ein Teil der Lehre spricht sich bei den gesellschaftsrechtlich relevanten Sachverhalten aus Gründen der Rechtssicherheit und der Gleichbehandlung der Aktionäre oder Gesellschafter für eine Abfindung zum objektivierten Wert ohne Minderheitsabschlag aus.<sup>210</sup> Andere Lehrmeinungen wollen Minderheitsabschläge uneingeschränkt zur Anwendung bringen.<sup>211</sup> Richtig scheint mir hier eine vermittelnde und differenzierende Position zu sein, wonach bei den Modellfällen der rechtsgebundenen Unternehmensbewertung (Angebot zur Übernahme und Abfindung zum wirklichen Wert, angemessene Ausgleichszahlung) keine Abschläge vorgenommen werden dürfen, wohl aber im Rahmen der freihändigen Erwerbs- und Veräusserungstatbestände.<sup>212</sup>

<sup>199</sup> Zu dieser Unterscheidung: MEIER-MAZZUCATO/MONTANDON (FN 186), 273 f. (unterschiedliche Paketabschläge für verschiedene Minderheitsstufen).

<sup>200</sup> Rz. 13 von IDW S 1.

<sup>201</sup> Rz. 132 und Rz. 134 von KFS BW1.

<sup>202</sup> So FLEISCHER (FN 167), 1635. Siehe auch die interdisziplinäre und rechtsvergleichende Analyse von GREGOR BACHMANN/HORST EIGENMÜLLER/ANDREAS ENGERT/HOLGER FLEISCHER/WOLFGANG SCHÖN, Rechtsregeln für die geschlossene Kapitalgesellschaft, Berlin 2012, 28 ff. (Schutz der Gesellschafterminderheit vor opportunistischem Verhalten des Mehrheitsgesellschafters) und den ordnungspolitischen Beitrag von ROBERT C. ILLIG, Minority Investor Protections as Default Norms: Using Price to Illuminate the Deal in Close Corporations, *American University Law Review* 56 (2006) 2, 275–366, 283 ff. (Minority Investor Vulnerability).

<sup>203</sup> HELBLING (FN 119), 534 f.

<sup>204</sup> MASSIMILIANO CELLI, Minority Discount for Reduced Powers in Negotiations of Non-Listed Minority Holdings: Evidence from European Countries, *International Journal of Business and Management* 12 (2017) 4, 23–33, 29 ff.

<sup>205</sup> WINNER (FN 196), 412 f. (Konzentrationsverschmelzung), 466 f. (rechtlich determinierte Bewertungsanlässe); EWALD ASCHAUER, Unternehmensbewertung beim Gesellschafterausschluss, Diss. Wien 2009, 167 (Abfindung beim Gesellschafterausschluss).

<sup>206</sup> GROSSFELD/EGGER/TÖNNES (FN 2), Rz. 1089; MünchKommGmbHG-REICHERT/WELLER, § 14 N 23. Ebenso, aber mit anderer Begründung: FLEISCHER (FN 167), 1636; HOLGER FLEISCHER, Zu Bewertungsabschlägen bei der Anteilsbewertung im deutschen

GmbH-Recht und im US-amerikanischen Recht der Close Corporation, in: BERND ERLE/WULF GOETTE/DETLEF KLEINDIEK/GERD KRIEGER/HANS-JOACHIM PRIESTER/CHRISTIAN SCHUBEL/MARTIN SCHWAB/CHRISTOPH TEICHMANN/CARL-HEINZ WITT (Hrsg.), Festschrift für Peter Hommelhoff, Köln 2012, 223–242, 234 ff.; HOLGER FLEISCHER, Anteilsbewertung und Bewertung unterschiedlich ausgestalteter Anteile, in: FLEISCHER/HÜTTEMANN (FN 2), § 18 N 11 ff. A.A. WALTER SIGLE, Gedanken zur Wirksamkeit von Abfindungsklauseln in Gesellschaftsverträgen, ZGR 1999, 659–681, 669 f.; MünchKomm GmbHG-STROHN, § 34 N 208.

<sup>207</sup> Urteil 19 U 108/96 des OLG Köln vom 26. März 1999, Rz. 207.

<sup>208</sup> BGE 120 II 259, E. 2b.

<sup>209</sup> Verfügung 478/01 der UEK vom 27. Mai 2011, E. 8.3 («le fait qu'il existe un actionnaire fortement majoritaire peut avoir pour effet de diminuer la valeur en bourse des actions concernées»); Verfügung 724/01 der UEK vom 17. April 2019, E. 8.3 («la décote d'illiquidité [...] apparaît justifiée du point de vue de l'évaluation financière au vu de la participation très fortement majoritaire de l'offrante et des personnes agissant de concert avec elle»).

<sup>210</sup> Für die Übernahme der Aktien nach Art. 685b Abs. 1 oder Abs. 4 OR: SCHÖN (FN 1), 118; BÖCKLI (FN 77), § 6 N 224c. Für die Übernahme der Stammanteile nach Art. 786 Abs. 2 Ziff. 3 oder Art. 788 Abs. 3 OR: SCHÖN (FN 1), 128; BSK OR II-DU PASQUIER/WOLF/OERTLE, Art. 789 N 4.

<sup>211</sup> PETER GURTNER, Escape-Klausel und wirklicher Wert, in: ROLAND VON BÜREN (Hrsg.), Aktienrecht 1992–1997: Versuch einer Bilanz, Bern 1998, 119–134, 124.

<sup>212</sup> Im Ergebnis derselben Auffassung: RETO SANWALD, Austritt und Ausschluss aus AG und GmbH, Diss. Zürich 2009, 100.



## b. Statutarische Mitwirkungs- und Kontrollrechte

### ba. Zuschlag für Stimmrechtsaktien oder Stimmrechtsstammanteile

Zuschläge für Stimmrechtsaktien (AG) oder Stimmrechtsstammanteile (GmbH) werden auch in der Schweizer Bewertungspraxis diskutiert und praktiziert, wobei deren Bandbreite im Ermessen der bewertenden Person liegt.<sup>213</sup> In Deutschland und Österreich dürfte dies wohl nicht anders sein.

Diese Zuschläge werden von der Fachmitteilung als Eigenschaften verstanden, die sich aus den (statutarischen) Mitwirkungs- und Kontrollrechten ergeben, welche mit der Beteiligungsquote verbunden sind. Der österreichische KFS BW1 Bewertungsstandard befasst sich demgegenüber nicht ausdrücklich mit derart ausgestatteten Aktien oder Stammanteilen.

Es dürfte weitgehend unbestritten sein, dass die Kontrolle über eine Gesellschaft für die kontrollierende Person einen wirtschaftlichen Wert hat.<sup>214</sup> Weniger klar ist demgegenüber, ob ein solcher Mehrwert vorwiegend dieser Person oder auch der Gesellschaft insgesamt und den übrigen Anteilsinhabern zukommt.<sup>215</sup> Ein Modell versteht die Stimmrechtsprämie etwa als Funktion der Wahrscheinlichkeit, dass die Stimme in einem Kontrollkampf ausschlaggebend ist, und der Grössenordnung der privaten Kontrollvorteile für die betreffende Person.<sup>216</sup>

Schon früh haben verschiedene empirische Untersuchungen aus den Vereinigten Staaten und mehreren europäischen Ländern, etwa aus Italien oder der Schweiz, versucht, die Höhe der Stimmrechtsprämie zu beziffern.<sup>217</sup> Die Fragestellungen blieben über die Zeit die-

selben, auch wenn sich die Perspektiven (Insider- oder Outsider-Sicht) über die Zeit verlagert haben und die Methoden zur Messung dieser Effekte kontinuierlich weiterentwickelt wurden.<sup>218</sup>

In Deutschland sind Mehrstimmrechte bei der AG heute aufgrund § 12 Abs. 2 AktG nicht mehr erlaubt, bei der GmbH aber nach wie vor relativ häufig anzutreffen.<sup>219</sup> Obwohl für mehr Stimmrechte im Rechtsverkehr regelmässig ein höherer Preis bezahlt wird, ist im deutschen Bewertungsschrifttum «zweifelhaft», ob und vor allem wie eine solche Stimmrechtsprämie ermittelt werden kann.<sup>220</sup> Hinzuweisen ist in diesem Zusammenhang auf einen vielbeachteten Fall («Siemens») vor den Bayerischen Gerichten zur Umwandlung von vinkulierten Namenaktien mit sechsfachem Stimmrecht in nicht vinkulierte Inhaberstammaktien ohne Stimmrechtsvorzug.<sup>221</sup> Zudem ergibt sich aus der deutschen Rechtsprechung etwa, dass eine Minderdividende das höhere Stimmrecht einer Aktienkategorie auszugleichen vermag.<sup>222</sup>

Die Schweizer Bewertungslehre weist im Zusammenhang mit einer Bevorzugung oder Benachteiligung aufgrund von Mitwirkungs-, Gestaltungs- oder Kontrollrechten – wozu auch Stimmrechtsaktien gehören – darauf hin, dass sich diese nicht so einfach quantifizieren lassen und dass deren Berücksichtigung vom Bewertungszweck abhängt, wobei diesbezüglich wohl nur eine subjektive Schätzung in Betracht kommt.<sup>223</sup> Eine unterschiedliche Bewertung verschiedener Kategorien von Beteiligungspapieren verstösst allerdings noch nicht gegen den gesellschaftsrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz, weshalb Zuschläge für Stimmrechtsaktien oder Stimmrechtsstammanteile unter diesem Aspekt an und für sich zulässig sein sollten.

<sup>213</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 128, 132.

<sup>214</sup> MICHAEL J. BARCLAY/CLIFFORD G. HOLDERNESS, Private Benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics* 25 (1989) 2, 371–395, 376 ff. (Schätzung der privaten Kontrollvorteile von Grossaktionären aufgrund ihrer Stimmenmacht auf rund 20 %).

<sup>215</sup> KARL HOFSTETTER, One Size does not fit all: Corporate Governance for Controlled Companies, *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation* 31 (2006) 3, 597–663, 614 ff. (Unterscheidung von Shared Benefits of Control, Private Benefits of Control und Private Costs of Control).

<sup>216</sup> LUIGI ZINGALES, What determines the Value of Corporate Votes, *The Quarterly Journal of Economics* 110 (1995) 4, 1047–1073, 1052 ff.

<sup>217</sup> Für die Vereinigten Staaten: RONALD C. LEASE/JOHN J. MCCONNELL/WAYNE H. MIKKELSON, The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations, *Journal of Financial Economics* 11 (1983) 1–4, 439–471, 452 ff. (Zuschlag von 5,44 % in Publikumsgesellschaften); RONALD C. LEASE/JOHN J. MCCONNELL/WAYNE H. MIKKELSON, The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations, *The Journal of Business* 57 (1984) 4, 443–467, 451 ff. (Zuschläge von 0,5 % bis 42,1 % in geschlossenen Gesellschaften). Für Italien: LUIGI ZINGALES, The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, *The Review of Financial Studies* 7 (1994) 1, 125–148, 134 ff. (Zuschlag von 82 % in Publikumsgesellschaften). Für die Schweiz: MELCHIOR R. HORNER, The Value of the Corporate Voting Right: Evidence from Switzerland, *Journal of Banking and Finance* 12 (1988) 1, 69–

83, 73 ff. (Zuschlag von 20 % in Publikumsgesellschaften); ROGER M. KUNZ/JAMES J. ANGEL, Factors affecting the Value of the Stock Voting Right: Evidence from the Swiss Equity Market, *Financial Management* 25 (1996) 3, 7–20, 12 ff. (Zuschlag von 18 % in Publikumsgesellschaften).

<sup>218</sup> SHMUEL HAUSER/BENI LAUTERBACH, The Value of Voting Rights to Majority Shareholders: Evidence from Dual-Class Stock Unifications, *The Review of Financial Studies* 17 (2004) 4, 1167–1184, 1168 (Insider- und Outsider-Ansatz), 1173 ff. (Wert von Stimmrechten für den Mehrheitsaktionär in geschlossenen Gesellschaften); AVNER KALAY/OGUZHAN KARAKAS/SHAGUN PANT, The Market Value of Corporate Votes: Theory and Evidence from Option Prices, *The Journal of Finance* 69 (2014) 3, 1235–1271, 1245 ff. (Methoden zur Bestimmung des Marktwerts von Stimmrechten).

<sup>219</sup> Vgl. dazu FLEISCHER (FN 206), § 18 N 47 f. (AG) und N 49 (GmbH).

<sup>220</sup> So etwa GROSSFELDER/EGGER/TÖNNES (FN 2), Rz. 1370.

<sup>221</sup> Beschluss 5 HKO 16369/99 des LG München I vom 14. September 2001, AG 2002, 105–108, 107 f. (Bestimmung des besonderen Werts der Mehrstimmrechte), 108 (Berechnung des konkreten Werts eines Mehrstimmrechts); Beschluss 3Z BR 362/01 des BayObLG vom 31. Juli 2002, Rz. 23 ff. (Beschränkung der Ausgleichspflicht auf den Fall, in dem ein besonderer Wert der beseitigten Mehrstimmrechte feststellbar ist, was im konkreten Fall verneint worden ist).

<sup>222</sup> Beschluss 12 W 136/4 des OLG Karlsruhe vom 10. Januar 2006, Rz. 16 (allerdings in Bezug auf Vorzugsaktien, die im deutschen Recht – anders als im zu beurteilenden Fall – als Aktien ohne Stimmrecht ausgegeben werden können, vgl. §§ 12 Abs. 1 Satz 2, 139 bis 141 AktG).

<sup>223</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 130.



bb. Zuschlag für Vorzugsaktien oder Vorzugsstammanteile

Zuschläge für Vorzugsaktien (AG) oder Vorzugsstammanteile (GmbH) werden auch in der Schweizer Bewertungspraxis diskutiert und praktiziert, wobei deren Bandbreite im Ermessen der bewertenden Person liegt.<sup>224</sup> Dasselbe dürfte wohl auch für Deutschland und Österreich gelten.

Auch diese Zuschläge werden von der Fachmitteilung als Eigenschaften verstanden, die sich aus den (statutarischen) Mitwirkungs- und Kontrollrechten ergeben, welche mit der Beteiligungsquote verbunden sind. Gemäss KFS BW1 ist einer unterschiedlichen Ausstattung von Unternehmensanteilen mit Vermögensrechten (wie z.B. bei Vorzugsaktien) auch im Rahmen einer objektivierte Unternehmensbewertung Rechnung zu tragen.<sup>225</sup>

In der ökonomischen Theorie hat man sich schon früh damit beschäftigt, ein Modell zu entwickeln, womit der Wert von Vorzugsaktien bestimmt werden kann.<sup>226</sup> Auf den ersten Blick liegt es auf der Hand, dass Aktien oder Stammanteile mit stärker ausgeprägten vermögensmäßigen Rechten höher bewertet werden sollten.

In empirischer Hinsicht lässt sich dieser Zusammenhang allerdings nicht so leicht belegen. Schon früh wurde etwa in der deutschen, juristisch geprägten Bewertungsliteratur behauptet, dass Vorzugsaktien nicht mehr wert sind als andere Beteiligungspapiere.<sup>227</sup> Das hängt wohl mit dem Theorem der Irrelevanz der Dividenden von FRANCO MODIGLIANI und MERTON MILLER zusammen, dürfte wohl aber alles andere als unumstritten sein.<sup>228</sup>

Da sich die Regeln über Vorzugsaktien und Vorzugsstammanteile in Deutschland und in der Schweiz nicht unerheblich voneinander unterscheiden, eignet sich die deutsche Lehre und Rechtsprechung nur bedingt für einen Rechtsvergleich zu den diesbezüglichen Bewertungsfragen.<sup>229</sup> Besonders interessant ist jedoch ein Urteil des deutschen Bundesfinanzhofs aus dem Jahr 1994, wonach der unterschiedlichen Ausstattung der Stammaktien gegenüber den Vorzugsaktien nach Massgabe der einzelnen werterhöhenden oder wertmindernden Ausstattungsmerkmale durch entsprechende Zu- oder

Abschläge Rechnung zu tragen sei.<sup>230</sup> Aus der Analyse weiterer einschlägiger Gerichtsurteile ist ferner erwähnenswert, dass Stammaktien (mit Stimmrecht, aber ohne Dividendenvorzug) an der Börse regelmässig höher bewertet werden als Vorzugsaktien (ohne Stimmrecht, aber mit Dividendenvorzug), dass Vorzugsaktien nach dem Ertragswertverfahren – aufgrund der nur diesen zufließenden Dividendenzahlungen – aber i.d.R. höher bewertet werden als Stammaktien.<sup>231</sup>

Die Schweizer Bewertungslehre weist im Zusammenhang mit finanziellen Vorzugsrechten zumindest implizit darauf hin, dass auch ein allfälliger Zuschlag für Vorzugsaktien oder Vorzugsstammanteilen mit dem Bewertungszweck und dem gewählten Bewertungsmodell in Einklang stehen muss.<sup>232</sup> Dem ist, auch wenn diese Aussage vielleicht etwas generisch klingen mag, durchaus zuzustimmen. Zudem ist auch hier zu beachten, dass der gesellschaftsrechtliche Gleichbehandlungsgrundsatz derartigen Zuschlägen nicht entgegensteht, da es sich hierbei um verschiedene Kategorien von Beteiligungspapieren handelt.

bc. Abschlag für Übertragungsbeschränkungen oder Zustimmungserfordernisse

Abschläge für statutarische Übertragungsbeschränkungen (AG) oder Zustimmungserfordernisse (GmbH) werden auch in der Schweizer Bewertungslehre diskutiert und praktiziert, wobei nicht ganz klar ist, ob diese in erster Linie die Bindungen der Anteilseigner oder die mangelnde Fungibilität der Anteile betreffen.<sup>233</sup> Nach der deutschen Bewertungslehre gibt es oftmals einen Abschlag für statutarische Übertragungsbeschränkungen.<sup>234</sup> In Österreich dürfte dies wohl ähnlich sein.

Solche Abschläge werden von der Fachmitteilung zwar nicht ausdrücklich als Beispiel für eine bei der Bewertung zu berücksichtigende Eigenschaft erwähnt, wobei durchaus denkbar ist, dass diese mit dem dort genannten Begriff der Liquidität zusammenhängen. Die zwischen diesen beiden Variablen bestehenden Zusammenhänge und Abhängigkeiten sind besonders sorgfältig zu beob-

<sup>224</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 128, 132.

<sup>225</sup> Rz. 132 von KFS BW1.

<sup>226</sup> DAVID EMANUEL, A Theoretical Model for Valuing Preferred Stock, *The Journal of Finance* 38 (1983) 4, 1133–1155, 1137 ff.

<sup>227</sup> Vgl. etwa BERNHARD GROSSELD, Bewertung von Anteilen an Unternehmen, *JuristenZeitung* 36 (1981) 22, 769–775, 774. Siehe auch PETER O. MÜLBERT/UWE H. SCHNEIDER, Der ausservertragliche Abfindungsanspruch im Recht der Pflichtangebote, WM 2003, 2301–2317, 2312 f.

<sup>228</sup> FRANCO MODIGLIANI/MERTON H. MILLER, Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review* 53 (1963) 3, 433–443.

<sup>229</sup> Für Deutschland: §§ 12 Abs. 1 Satz 2, 139 bis 141 AktG, Sonderrechte in der Satzung einer GmbH. Für die Schweiz: Art. 654 und Art. 656, Art. 799 OR.

<sup>230</sup> Urteil II R 39/90 des BFH vom 9. März 1994, Rz. 17 ff.

<sup>231</sup> Zur Bewertung von Vorzugs- und Stammaktien durch die Börse: Beschluss 21 W 3/11 des OLG Frankfurt a.M. vom 2. Mai 2011, Rz. 2 (durchschnittlicher Börsenkurs vor dem Abschluss der Bewertungsarbeiten), Rz. 4 (durchschnittlicher Börsenkurs vor der Hauptversammlung). Zur Bewertung von Vorzugs- und Stammaktien nach dem Ertragswertverfahren: Beschluss 21 W 15/11 des OLG Frankfurt a.M. vom 28. März 2014, Rz. 201 ff., insbesondere Rz. 205 (Bestätigung des Bewertungsansatzes durch das Gericht) und Rz. 209 (Bestätigung der Nachvollziehbarkeit der Bewertung durch das Gericht); Beschluss 403 HKO 19/13 des LG Hamburg vom 26. September 2014, Rz. 51 (Ergebnis der Bewertungsgutachten und Angemessenheitsprüfungen), Rz. 52 (Bestätigung der Methode und des Vorgehens der Bewertung durch das Gericht).

<sup>232</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 129.

<sup>233</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 128.

<sup>234</sup> GROSSELDER/EGGER/TÖNNES (FN 2), Rz. 1375.

achten und zu beurteilen, damit diese bei der Bewertung nicht doppelt berücksichtigt werden.

Übertragungsbeschränkungen oder Zustimmungserfordernisse beruhen, anders als die bereits behandelten Fungibilitätsabschläge im Zusammenhang mit der Liquidität, nicht auf einer faktischen, sondern auf einer gesetzlichen, statutarischen oder vertraglichen Grundlage. Dennoch wurde etwa in der Bewertungsliteratur der Vereinigten Staaten darauf hingewiesen, dass solche Übertragungsbeschränkungen oder Zustimmungserfordernisse bei der Bewertung ebenfalls berücksichtigt werden sollen.<sup>235</sup>

Dass derartige Übertragungsbeschränkungen oder Zustimmungserfordernisse einen wirtschaftlichen Wert haben, konnte bereits empirisch belegt werden, wohlgeachtet: aufgrund deren funktionalen Ähnlichkeit mit den bereits zitierten Studien zum Fungibilitätsabschlag.<sup>236</sup>

In der deutschen Lehre wird ein Abschlag für Übertragungsbeschränkungen bei gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüchen überwiegend abgelehnt.<sup>237</sup> Für die AG wurde dies im Zusammenhang mit der Bewertung von vinkulierten Namenaktien höchstinstanzlich entschieden.<sup>238</sup> In einem anderen Urteil hat sich das Gericht dafür ausgesprochen, das ein Abschlag für statutarische Übertragungsbeschränkungen unter Aktionären derselben Aktienkategorie mit gleichen Rechten nicht angebracht ist.<sup>239</sup> Bei der GmbH ist dies, einer noch etwas jüngeren obergerichtlichen Entscheidung zufolge, anders als bei der AG zu beurteilen.<sup>240</sup> Hier ist im Verhältnis der Gesellschafter untereinander jeweils der volle Wert anzusetzen.<sup>241</sup>

<sup>235</sup> WILLIAM P. LYONS/MARTIN J. WHITMAN, Valuing Closely Held Corporations and Publicly Traded Securities with Limited Marketability: Approaches to Allowable Discounts from Gross Values, *The Business Lawyer* 33 (1978) 4, 2213–2229, 2218 ff.

<sup>236</sup> JOHN D. FINNERTY, The Impact of Stock Transfer Restrictions on the Private Placement Discount, *Financial Management* 42 (2013) 3, 575–609, 590 ff. Siehe daher auch FN 177 (Restricted Stock Studien), FN 178 (Pre-IPO Discount Studien) und FN 179 (Cost to Obtain Liquidity Studien).

<sup>237</sup> DETLEV JÜRGEN PILTZ, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. A., Düsseldorf 1994, 242; GROSSFELD/EGGER/TÖNNES (FN 2), Rz. 1320; FLEISCHER (FN 206), § 18 N 52.

<sup>238</sup> Urteil II ZR 287/85 des BGH vom 1. Dezember 1986, Rz. 11 f. (Angemessenheit des in Aussicht gestellten Kaufpreises für die Übernahme der Aktien), Rz. 13 ff. (Beurteilung der Angemessenheit im konkreten Fall).

<sup>239</sup> Urteil II R 39/90 des BFH vom 9. März 1994, Rz. 24 ff. (kein pauschaler Abschlag von 25 % aufgrund der Veräußerungsbeschränkungen des Aktionärbindungsvertrags und des Vorerwerbsrechts der anderen Familienmitglieder).

<sup>240</sup> Urteil I U 126/90 des OLG Oldenburg vom 15. Juni 1995, GmbHR 1997, 503–506, 504 ff. (Bestätigung eines Abschlags von 50 % wegen der eingeschränkten Verkehrsfähigkeit eines Geschäftsanteils). Dieses Urteil ist rechtskräftig, da der Bundesgerichtshof die dagegen erhobene Revision nicht zur Entscheidung angenommen hat (Beschluss II ZR 170/95 des BGH vom 25. November 1996).

<sup>241</sup> Urteil II ZR 58/91 des BGH vom 16. Dezember 1991, Rz. 27 (Leitentscheid zur Sittenwidrigkeit von Buchwertklauseln: grobes Missverhältnis zwischen dem vertraglichen Abfindungsanspruch und dem nach dem vollen wirtschaftlichen Wert zu bemessenden Anspruch aufgrund einer im Gesellschaftsvertrag enthaltenen Abfindungsbeschränkung). Vgl. dazu die Kritik von JOACHIM SCHULZE-

Ob und inwieweit statutarische Übertragungsbeschränkungen im Rahmen einer Unternehmensbewertung miteinbezogen werden, hängt, so die Schweizer Bewertungslehre, massgeblich vom Bewertungszweck ab.<sup>242</sup> Unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten ist m.E. allerdings davon auszugehen, dass solche Abschläge unter schweizerischem Gesellschaftsrecht wohl nicht ohne Weiteres möglich sind.

### c. Vertragliche Mitwirkungs- und Kontrollrechte

ca. Zuschlag für abweichende Verteilung von Gewinn und Liquidationserlös

Vermögensrechtliche Bestimmungen in einem Aktionär- oder Gesellschafterbindungsvertrag, welche das Recht auf Dividende (oder einen Anteil am Liquidationserlös) der Aktionäre oder Gesellschafter näher regeln, können insbesondere bei einer sukzessiven Unternehmensnachfolge von erheblicher Bedeutung für die im Unternehmen verbleibenden Minderheiten sein und sich damit unter Umständen auch als wertrelevant erweisen.<sup>243</sup>

Diese Zuschläge werden von der Fachmitteilung als mit der Beteiligungsquote verbundene (vertragliche) Mitwirkungs- und Kontrollrechte verstanden, die es allenfalls bei der Bewertung zu berücksichtigen gilt. Die deutschen und die österreichischen Bewertungsrichtlinien äussern sich jedoch nicht dazu.

Ob eine zusätzliche Dividendenberechtigung an sich einen ökonomischen Wert hat, ist nach wie vor stark umstritten. Darauf wurde bereits eingegangen.<sup>244</sup> Unumstritten dürfte demgegenüber sein, dass einer Liquidationspräferenz durchaus ein wirtschaftlicher Wert zukommt.

Die empirische Unterlegung dieser Theorien ist jedoch eher dürftig. Immerhin könnte man sich von Studien im Zusammenhang mit Venture Capital Finanzierungen inspirieren lassen, die sich mit solchen Vorzugsrechten (Dividenden- und Liquidationsvorrechten) befassen.<sup>245</sup>

Nach einem Teil der deutschen Lehre sind besondere Vermögensrechte in Bezug auf eine Gewinnverteilung nur dann werterhöhend zu berücksichtigen, wenn sie sich auch bei der Vermögensverteilung im Liquidationsfall ausgewirkt hätten.<sup>246</sup> Nach dem anderen Teil

OSTERLOH, BGH, 16.12.1991 – II ZR 58/91: Zu den inhaltlichen Grenzen von Buchwertklauseln, *JuristenZeitung* 48 (1993) 1, 40–46.

<sup>242</sup> HÜTTICHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 130.

<sup>243</sup> MEIER-MAZZUCATO/MONTANDON (FN 186), 272.

<sup>244</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. III.2.3(b)(bb).

<sup>245</sup> Vgl. dazu etwa JOHN D. FINNERTY, The Valuation of Venture Capital Convertible Preferred Stock when Equity Claims are nested, *The Journal of Private Equity* 12 (2008) 1, 56–75, 56 ff.; ROBERT P. BARTLETT, A Founders' Guide to Unicorn Creation: How Liquidation Preferences in M&A Transactions affect Start-up Valuation, in: CLAIRE A. HILL/STEVEN DAVIDOFF SOLOMON (Hrsg.), *Research Handbook on Mergers and Acquisitions*, Cheltenham 2016, 123–153, 123 ff.

<sup>246</sup> ADOLFF (FN 34), 380; GROSSFELD/EGGER/TÖNNES (FN 2), Rz. 1326.

der deutschen Lehre soll ein vom quotalen Anteilswert abweichender Gewinnverteilungsschlüssel auch unabhängig davon als wertbildender Faktor in die Bewertung miteinbezogen werden.<sup>247</sup> Dieser letzteren Auffassung scheint sich auch die deutsche Rechtsprechung anzuschließen: In einem schon etwas älteren Urteil hat der deutsche Bundesfinanzhof entschieden, dass eine abweichende Verteilung des Gewinns für die Bewertung relevant sein kann.<sup>248</sup>

Die Schweizer Bewertungslehre äussert sich soweit ersichtlich nicht dazu, ob und unter welchen Voraussetzungen ein Zuschlag für eine abweichende Gewinnverteilung im Rahmen einer Unternehmensbewertung unter (gesellschafts-) rechtlichen Gesichtspunkten zulässig ist. Unter Gleichbehandlungsgesichtspunkten scheinen mir unterschiedliche Bewertungen für derart bevorzugt behandelte Beteiligungen jedoch nicht ganz unproblematisch zu sein.

cb. Zuschlag für vereinbartes Recht auf Vertretung im Leitungsorgan

GIORGIO MEIER-MAZZUCATO und MARC A. MONTANDON rechnen in einem konkreten Fallbeispiel vor, dass das Recht der Mitarbeiter zur Entsendung eines Vertreters in den Verwaltungsrat einer AG etwa über einen Zuschlag von 20 % abgegolten werden kann.<sup>249</sup> Obwohl solche Zuschläge in der Praxis nicht unüblich sein dürften, finden sich in der Bewertungsliteratur keine weiteren Hinweise dazu.

Auch diese Zuschläge werden von der Fachmitteilung als mit der Beteiligungsquote verbundene (vertragliche) Mitwirkungs- und Kontrollrechte verstanden, die es allenfalls bei der Bewertung zu berücksichtigen gilt. Weder die deutschen noch die österreichischen Bewertungsrichtlinien äussern sich jedoch hierzu.

Ausgehend von der Überlegung, dass die wichtigen Entscheidungen in einem Unternehmen im Leitungsorgan – dem Verwaltungsrat in der AG und der Geschäftsführung bei der GmbH – getroffen werden, ist anzunehmen, dass ein entsprechendes Vertretungsrecht für die betreffende Person oder Gruppierung vorteilhaft und daher werthaltig ist. Dass es bei der Bewertung von vertraglichen Nebenleistungen allerdings zu sehr schwierigen Abgrenzungsfragen kommen kann, hat etwa die öffentli-

che Übernahme mit anschliessendem Management Buy-out im Fall «Quadrant» eindrücklich gezeigt.<sup>250</sup>

Soweit erkennbar gibt es zu dieser spezifischen Frage allerdings keine empirischen Studien, auf die zurückgegriffen werden könnte. Dies hängt wohl damit zusammen, dass es bei der Vereinbarung solcher Vertretungsrechte offenbar sehr stark auf die Umstände des konkreten Einzelfalls ankommt.

In rechtsvergleichender Hinsicht sind ebenfalls keine Hinweise ersichtlich, die sich mit der Frage der Zulässigkeit eines Bewertungszuschlags für ein vertraglich vereinbartes Vertretungsrecht auf Stufe des Leitungsorgans befassen und zur Beurteilung dieser Frage nach Schweizer Recht herangezogen werden könnten.

Aus rechtlicher Sicht steht einem solchen Zuschlag daher nichts entgegen, da – oder besser: zumindest solange – dadurch nichts doppelt abgegolten wird.

## 2.4 Abschlag für Schlüsselpersonen

Während ein Abschlag für Schlüsselpersonen (Key Person Discount) bei der Unternehmensbewertung in den Vereinigten Staaten regelmässig vorgenommen wird, um die besonderen Fähigkeiten oder Kontakte einer einzelnen Schlüsselperson, die das Unternehmen verlässt, zu berücksichtigen, kommen solche Abschläge in der Schweiz offenbar eher selten vor.<sup>251</sup>

Die Fachmitteilung äussert sich dementsprechend nicht näher dazu. Der deutsche IDW S 1 Standard befasst sich demgegenüber ausdrücklich mit der Bedeutung von Schlüsselpersonen.<sup>252</sup> Das zeigt sich etwa daran, dass personenbezogene Unternehmen positive oder negative Erfolgsbeiträge in der Person des Eigentümers bei der Prognose künftiger finanzieller Überschüsse ausser Betracht lassen müssen.<sup>253</sup>

Die Theorie setzt diesbezüglich in erster Linie dort an, dass der Gründer oder die Gründerin für das Unternehmen von ausgesprochen hohem Wert sein kann.<sup>254</sup> Dies nicht nur, weil er oder sie das Unternehmen in- und auswendig kennt, sondern insbesondere aufgrund seiner oder ihrer guten Kontakte und Verbindungen zu Zulieferern oder Abnehmern sowie nicht zuletzt den Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern gegenüber.

Verschiedene empirische Studien haben diesen Zusammenhang, insbesondere für KMU, bei denen die das Un-

<sup>247</sup> PILTZ (FN 237), 239; DIRK HACHMEISTER/FREDERIK RUTHARDT, Vom Unternehmenswert zum Anteilswert: Vorzugs- und Stammaktien im Ertragswertkalkül, BB 2014, 427–431, 430.

<sup>248</sup> Urteil III R 49/78 des BFH vom 24. Juni 1981, Rz. 16 ff. (der für das Betriebsvermögen einer Personengesellschaft festgestellte Einheitswert ist auf die einzelnen Gesellschafter grundsätzlich nach dem Wertverhältnis der Mitgliedschaftsrechte der Beteiligten unter Berücksichtigung von deren Substanz- und Ertragswert aufzuteilen).

<sup>249</sup> MEIER-MAZZUCATO/MONTANDON (FN 186), 274 f., Abbildung 7 (Variante 2: Mitarbeiterbeteiligung).

<sup>250</sup> Vgl. hierzu insbesondere Verfügung 410/05 der UEK vom 13. Dezember 2012, E. 6. Siehe auch Art. 43 Abs. 4 FinfraV-FINMA (Berücksichtigung von «anderen wesentlichen Leistungen» beim Preis des vorausgegangenen Erwerbs im Rahmen eines Pflichtangebots).

<sup>251</sup> Für die Vereinigten Staaten: PRATT (FN 175), 260 ff.; FLEISCHER (FN 167), 1639 f. Für die Schweiz: CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 416.

<sup>252</sup> Vgl. Rz. 38 bis Rz. 42 von IDW S 1.

<sup>253</sup> Ziff. 4.4.2.4 und Rz. 40 von IDW S 1.

<sup>254</sup> So etwa PRATT (FN 175), 260 f.: «Many private companies are highly dependent on a single person or a few key people».



ternehmen gründende Person typischerweise noch aktiv im Unternehmen involviert ist, näher untersucht und bestätigt.<sup>255</sup> Weitere Studien haben gezeigt, dass derartige Abschläge nicht nur bei geschlossenen Gesellschaften, sondern auch bei Publikumsgesellschaften ein bewertungsrelevantes Thema darstellen können.<sup>256</sup>

Aus rechtsvergleichender Sicht bieten insbesondere die Vereinigten Staaten reiches Fallmaterial zum Bewertungsabschlag für Schlüsselpersonen. In einem Leitescheid des Delaware Court of Chancery aus dem Jahr 1992 ging es etwa um einen Gründungsgesellschafter, der durch jahrelangen persönlichen Kontakt eine besondere Beziehung zum einzigen Grosskunden der Gesellschaft aufgebaut hatte.<sup>257</sup> In Deutschland findet sich eine Berücksichtigung dieser Überlegungen insbesondere in mehreren höchstrichterlichen Entscheidungen zur Bewertung von freiberuflichen Praxen im eherechtlichen Zugewinnausgleich.<sup>258</sup> HOLGER FLEISCHER stellt diesbezüglich klar, dass einem Abschlag für ausscheidende Schlüsselpersonen keine gesellschaftsrechtlichen Grundwertungen entgegenstehen, insbesondere auch nicht der Gleichbehandlungsgrundsatz oder das Gebot der indirekten Anteilsbewertung.<sup>259</sup>

In der schweizerischen Literatur wurden die gesellschaftsrechtlichen Implikationen eines Bewertungsabschlags für Schlüsselpersonen bisher noch nicht erörtert.

<sup>255</sup> CATHERINE M. DAILY/DAN R. DALTON, Financial Performance of Founder-Managed versus Professionally Managed Small Corporations, *Journal of Small Business Management* 30 (1992) 1, 25–34; 29 ff.; GARY E. WILLARD/DAVID A. KRUEGER/HENRY R. FEESER, In Order to Grow, Must the Founder Go: A Comparison of Performance between Founder and Non-Founder Managed High-Growth Manufacturing Firms, *Journal of Business Venturing* 7 (1992) 3, 181–194, 187 ff.; THOMAS M. BEGLEY, Using Founder Status, Age of Firm, and Company Growth Rate as the Basis for Distinguishing Entrepreneurs from Managers of Smaller Businesses, *Journal of Business Venturing* 10 (1995) 3, 249–263, 256 ff.

<sup>256</sup> JAMES A. LARSON/JEFFREY P. WRIGHT, Key Person Discount in Small Firms: Fact or Fiction?, *Business Valuation Review* 15 (1996) 1, 4–12, 4; STEVEN E. BOLTEN/YAN WANG, The Impact of Management Depth on Valuation, *Business Valuation Review* 16 (1997) 3, 143–146, 143 ff.; JAMES A. LARSON/JEFFREY P. WRIGHT, Key Person Discount in Small Firms: An Update, *Business Valuation Review* 17 (1998) 3, 85–94, 85; JAMES A. LARSON/JEFFREY P. WRIGHT, Key Person Discount in Small Firms: Evidence from the 1990s, *Business Valuation Review* 20 (2001) 3, 8–14, 8.

<sup>257</sup> Entscheid 11–265 des Delaware Court of Chancery vom 7. Dezember 1992 (*Hodas v. Spectrum Technology, Inc.*).

<sup>258</sup> Für eine Arztpraxis: Urteil XII ZR 101/89 des BGH vom 24. Oktober 1990, Rz. 25 f. (Abschlag von 10 % wegen erfahrungsgemäss zu erwartender Ausfälle). Für eine tierärztliche Gemeinschaftspraxis: Urteil XII ZR 45/06 des BGH vom 6. Februar 2008, Rz. 21 ff., insbesondere Rz. 23 (Abzug eines nach den individuellen Verhältnissen konkret gerechtfertigten Unternehmerlohns). Für eine Steuerberaterpraxis: Urteil XII ZR 185/08 des BGH vom 2. Februar 2011, Rz. 29 ff. (Abzug eines den individuellen Verhältnissen des Praxisinhabers entsprechenden Unternehmerlohns, der den beruflichen Erfahrungen und der unternehmerischen Verantwortung Rechnung trägt und die Kosten einer angemessenen sozialen Absicherung berücksichtigt). Für eine zahnärztliche Gemeinschaftspraxis: Urteil XII ZR 40/09 des BGH vom 9. Februar 2011, Rz. 26 ff. (Abzug eines Unternehmerlohns, der sich an den individuellen Verhältnissen des Inhabers orientiert).

<sup>259</sup> FLEISCHER (FN 167), 1641.

Dies wohl auch deshalb, weil solche Abschläge (gesellschafts-) rechtlich weitestgehend unproblematisch sind.

## 2.5 Konglomeratsabschlag

Ein Konglomeratsabschlag (Conglomerate Discount) kommt in der Schweizer Bewertungspraxis ebenfalls eher selten vor.<sup>260</sup> In Deutschland und in Österreich ist dies offenbar nicht anders.

Weder die Fachmitteilung noch die entsprechenden berufsständischen Regelwerke in Deutschland oder in Österreich äussern sich zum Konzept des Konglomeratsabschlags. Dies wohl auch deshalb, weil dieses Thema eher bei grösseren, börsenkotierten Gesellschaften zu verorten ist.

Die ökonomische Theorie besagt, dass sich ausgeprägte Diversifikationsstrategien von Unternehmen negativ auf den Firmenwert auswirken können, namentlich weil die dadurch entstehenden Mischkonzerne nur schwierig zu führen sind und das Wachstumspotenzial der einzelnen Unternehmensbereiche oft nicht erkannt wird.<sup>261</sup> Daher wird beim Börsenhandel grosser, internationaler Mischkonzerne häufig ein Abschlag in der Grössenordnung von 10 % oder 20 % beobachtet.

Mehrere empirische Studien konnten solche Konglomeratsabschläge bei Mischkonzernen belegen.<sup>262</sup> Andere Studien haben die Existenz eines solchen Konglomeratsabschlags kritisch hinterfragt.<sup>263</sup> Neuere Untersuchungen beziehen insbesondere auch die Auswirkungen einer Diversifikationsstrategie auf das Fremdkapital und weitere Kausalitätstests mit ein.<sup>264</sup>

Aus der deutschen Rechtsprechung wird schnell klar, dass ein Konglomeratsabschlag eher bei grösseren Unternehmen mit Kapitalmarktzugang ein Thema sein kann. Das Oberlandesgericht Stuttgart hat in einem konkreten, zu beurteilenden Einzelfall (und nicht in grundsätzlicher Art und Weise) im Rahmen einer konzerninternen Umstrukturierung einer börsenkotierten Unternehmensgruppe eine Schätzung des Unternehmenswerts anhand des Börsenkurses deshalb abgelehnt, weil ein Konglomeratsabschlag zu einer Unterbewertung des

<sup>260</sup> CHERIDITO/SCHNELLER (FN 157), 416.

<sup>261</sup> Vgl. dazu etwa PRATT (FN 175), 291 f. (Portfolio Discount Principle).

<sup>262</sup> LARRY H.P. LANG/RENÉ M. STULZ, Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance, *Journal of Political Economy* 102 (1994) 6, 1248–1280, 1255 ff.; PHILIP G. BERGER/ELI OFEK, Diversification's Effect on Firm Value, *Journal of Financial Economics* 37 (1995) 1, 39–65, 47 ff.

<sup>263</sup> JOSE MANUEL CAMPA/SIMI KEDIA, Explaining the Diversification Discount, *The Journal of Finance* 57 (2002) 4, 1731–1762, 1747 ff.; BELÉN VILLALONGA, Does Diversification Cause the «Diversification Discount»? *Financial Management* 33 (2004) 2, 5–27, 13 ff.

<sup>264</sup> MANUEL AMMANN/DANIEL HOECHLE/MARKUS SCHMID, Is there really no Conglomerate Discount, *Journal of Business Finance and Accounting* 39 (2012) 1–2, 264–288, 274 ff. (Risikoreduktion), 280 ff. (Methodik).



betreffenden Unternehmens führen würde.<sup>265</sup> Ausserdem hat das Oberlandesgericht Frankfurt am Main den Konglomeratsabschlag bei einer Überprüfungsklage im Zusammenhang mit einer anderen Umstrukturierung als möglichen Wertfaktor herangezogen, im vorliegenden Fall aber nicht angewendet, da die beiden zu bewertenden Unternehmen keine breit gestreuten Mischkonzerne waren.<sup>266</sup>

Es sind daher keine einschränkenden (gesellschafts-) rechtlichen Vorgaben zu beachten, die einen Konglomeratsabschlag im Rahmen der Unternehmensbewertung einer nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaft dringend vorschreiben oder absolut verbieten würden.

### 3. Dokumentation und Berichterstattung: Konsequenzen für die Haftung der bewertenden Person

Die Fachmitteilung enthält einen eigenen Abschnitt zur Berichterstattung.<sup>267</sup> Gemäss Rz. 128 der Fachmitteilung kann die Berichterstattung als «Werturteil mit detailliertem Gutachten», als «Werturteil mit Kurzgutachten» oder als «Wertüberlegungen mit einem Bericht zur Wertberechnung» erfolgen, was auf dem Deckblatt oder in der Überschrift des Gutachtens oder Berichts zu vermerken ist. Je nach «Bewertungsaufgabe» kann es laut Rz. 129 der Fachmitteilung erforderlich sein, weitere Tatsachen und Informationen (z.B. erfolgsabhängige Vergütungen oder sonstige finanzielle Interessen der bewertenden Person) offenzulegen. Sofern die Vertraulichkeit bestimmter Daten vereinbart wurde, kann nach Rz. 130 der Fachmitteilung eine «differenzierte Berichterstattung» erfolgen, wonach die vertraulichen Daten in einem separaten Anhang aufgeführt werden. Das Bewertungsgutachten oder der Bericht zur Wertberechnung muss, so Rz. 131 der Fachmitteilung, von der bewertenden Person unter Angabe des Datums der Abfassung des Gutachtens oder Berichts unterschrieben werden, allenfalls verbunden mit dem Hinweis auf eine Verpflichtung zur nachträglichen Aktualisierung.

Nicht nur Art und Umfang der *Bewertungsaufgabe* (Unternehmensbewertung oder Wertüberlegungen), sondern auch Art und Form der *Berichterstattung* (Werturteil mit detailliertem Gutachten oder Kurzgutachten, Wertüberlegung mit Bericht zur Wertberechnung) sind für die Frage der Haftung der bewertenden Person von Be-

deutung. Anhand dieser Parameter kann man sich der bei einer Bewertungstätigkeit stehenden Haftungsfrage vorsichtig annähern.

#### 3.1 Werturteil in Form eines detaillierten Gutachtens

In einem detaillierten Bewertungsgutachten mit einem abschliessenden Werturteil sollte insbesondere auf den Auftrag und die Auftragsdurchführung (einschliesslich Bewertungsaufgabe, Bewertungsanlass und Bewertungszweck sowie Bewertungsstichtag und Funktion der bewertenden Person), auf das Bewertungsobjekt, auf die Durchführung der Unternehmensbewertung nach einer bestimmten Bewertungsmethode zusammen mit der Begründung und Beschreibung der relevanten Zu- und Abschlüsse sowie auf das Bewertungsergebnis samt Sensitivitätsanalyse und Plausibilisierung näher eingegangen werden.<sup>268</sup>

Eine vertragliche Haftung kommt lediglich bei Privatgutachten oder Schiedsgutachten, nicht aber bei gerichtlichen Gutachten in Frage, da eine gerichtlich bestellte sachverständige Person in keinem Vertragsverhältnis zu den Parteien des Zivilprozesses steht.<sup>269</sup> Da zwischen der Auftraggeberin und der bewertenden Person regelmässig ein Mandatsverhältnis vorliegen dürfte, ist von dieser lediglich, aber immerhin, ein sorgfältiges Tätigwerden «lege artis» und kein bestimmter Erfolg geschuldet.<sup>270</sup> Im Rahmen einer vertraglichen Haftung ist die bewertende Person für ein abschliessendes Werturteil im Zusammenhang mit einer Unternehmensbewertung wohl nicht nur gegenüber der Auftraggeberin einer solchen Bewertung verantwortlich, sondern möglicherweise auch gegenüber unbeteiligten Dritten, welche sich in der einen oder anderen Form auf das Bewertungsgutachten verlassen.<sup>271</sup> Es kann daher durchaus sinnvoll sein, die Haftung der

<sup>268</sup> Vgl. insbesondere die beispielhaft aufgeführten Punkte bei HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 139 ff.

<sup>269</sup> So auch HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 16 (Privatgutachten), 17 (Schiedsgutachten), 18 (gerichtliches Gutachten). Ebenso Urteil VI ZR 312/02 des BGH vom 20. Mai 2003, E. 2 (Verneinung einer vertraglichen Haftung des gerichtlich beauftragten Sachverständigen für Grundstücks- und Gebäudebewertung).

<sup>270</sup> Vgl. Art. 398 Abs. 1 und Abs. 2 i.V.m. Art. 321a Abs. 1 OR, allenfalls auch Art. 97 Abs. 1 OR. Zur Qualifikation des Gutachtervertrags: BGE 127 III 328, E. 2a bis E. 2c (Abgrenzung zwischen Werkvertrag und Auftrag), E. 2d (Anwendbarkeit des Auftragsrechts im konkreten Fall). Zum auftragsrechtlichen Sorgfaltsmassstab: BGE 108 II 314, E. 4 (Bedeutung von internen Weisungen und Usancen für das Mass der von einer Bank im Zusammenhang mit einem gefälschten Vergütungsauftrag zu beachtenden Sorgfalt); BGE 115 II 62, E. 3a (Haftung des berufsmässig und entgeltlich handelnden Vermögensverwalters wegen Verletzung der Sorgfalts- und Treupflicht); BGE 127 III 328, E. 3 (Haftung des Gutachters im Zusammenhang mit einem Vertrag über die Schätzung einer Liegenschaft).

<sup>271</sup> Zur Haftung der bewertenden Person im Allgemeinen: HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 16 ff. Zur Haftung für Rat- oder Auskunftserteilung im Besonderen: BGE 111 II 474, E. 5 bis E. 8; Urteil 4C.193/2000 des BGer vom 26. September 2001, E. 4, mit Bemerkungen von EVELINE WYSS/HANS CASPAR VON DER CRONE, Haftung für Auskunft, SZW 2002, 112–119, 115 ff.; BGE 130 III 345,

<sup>265</sup> Beschluss 20 W 5/06 des OLG Stuttgart vom 6. Juli 2007, Rz. 50 ff. (keine fehlende Plausibilität der ermittelten Ertragswerte aufgrund der Börsenkapitalisierung der beteiligten Unternehmen), insbesondere Rz. 54 (Begriff und Funktion des Konglomeratsabschlages), und Rz. 81 ff. (im konkreten Fall keine Heranziehung von Börsenkursen für eine Anteils- oder Relationsbewertung aufgrund des Konglomeratsabschlages).

<sup>266</sup> Beschluss 5 W 57/09 des OLG Frankfurt a.M. vom 3. September 2010, Rz. 100 (Konzept des Konglomeratsabschlages), Rz. 101 (Anwendung des Konzepts auf den konkreten Fall).

<sup>267</sup> Vgl. dazu Ziff. 4.4 sowie Rz. 128 bis Rz. 131 der Fachmitteilung.

bewertenden Person mittels Haftungsausschluss zu limitieren oder, etwa durch eine vertragliche Haftungslimitierung, zu begrenzen.<sup>272</sup> Interessant ist in diesem Zusammenhang insbesondere ein deutscher Gerichtsentcheid aus dem Jahr 2001, in dem das Landgericht Heidelberg nicht weiter beanstandet hat, dass die Haftung einer Investmentbank für ein Bewertungsgutachten auf eine Plausibilitätsprüfung beschränkt wurde.<sup>273</sup>

In der deutschen Bewertungsliteratur findet sich zudem der Hinweis darauf, dass eine umfassende Berichterstattung nicht nur für den fachkundigen Leser wesentlich ist, sondern – aus Gründen der Verantwortlichkeit und Haftbarkeit – auch für die Gutachterin selbst.<sup>274</sup> Dies deshalb, weil dieser im Gutachten ermöglicht wird, ausführlich darzustellen, welche Annahmen und Festlegungen im Rahmen des Bewertungsprozesses getroffen wurden. Sofern die bewertende Person ihrem Auftraggeber das gesamte Gutachten vorlegt, kann sich dieser daher ein eigenes Bild von der Qualität des Bewertungsobjekts und dessen Bewertung durch die bewertende Person machen, wodurch wohl keine rechtlich relevante Sonderverbindung geschaffen wird.<sup>275</sup>

### 3.2 Werturteil in Form eines Kurzgutachtens

Im Rahmen eines Kurzgutachtens kann die Berichterstattung in Bezug auf die Durchführung der Unternehmensbewertung oder das Bewertungsergebnis kürzer ausfallen, wobei auf bestimmte Teile ganz verzichtet werden kann.<sup>276</sup> So ist beispielsweise denkbar, die Wahl der in Betracht gezogenen und angewandten Bewertungsmethode (-n) nicht näher zu begründen oder auf eine Sensitivitätsanalyse oder weitere Plausibilisierungen gänzlich zu verzichten.

Mit Bezug auf die zivilrechtliche Haftung der bewertenden Person kann im Wesentlichen auf die soeben gemachten Ausführungen verwiesen werden.<sup>277</sup> Darüber

hinaus kann man sich auch in diesem Zusammenhang die Frage stellen, ob es überhaupt einen Unterschied macht, wenn das (nach Absicht der bewertenden Person) finale Arbeitsprodukt mit abschliessendem Werturteil als «Entwurf» (Draft) oder als «Arbeitspapier» (Work in Progress) bezeichnet wird. Davon ist nicht auszugehen. Die Haftung greift trotzdem, auch wenn die anspruchsberechtigte Person beweisen muss, dass es sich dabei – entgegen der vermeintlichen Bezeichnung – um das endgültige Arbeitsprodukt handelt. Im schweizerischen Privatrecht ist dieser Grundsatz ausdrücklich verankert.<sup>278</sup>

Sofern wesentliche Bewertungsparameter nicht offengelegt werden und damit auf das Ergebnis der vorgenommenen Bewertung vertraut werden muss, sind häufig weitergehende Haftungsfolgen mit derart verkürzten Bewertungsgutachten verbunden, als man intuitiv annehmen würde.<sup>279</sup> Rechtsgrundlage solcher Ansprüche kann die (vertragsrechtliche) Haftung für falsche Ratschläge oder Auskunftserteilungen oder aber die Vertrauenshaftung sein.<sup>280</sup> Dies führt dazu, dass die bewertende Person, welche lediglich in Form eines Kurzgutachtens Bericht ablegt, einem höheren Haftungsrisiko ausgesetzt ist als jene, die detailliert berichtet.

### 3.3 Wertüberlegungen in einem Bericht zur Wertberechnung

Von den soeben umschriebenen Bewertungsgutachten klar zu unterscheiden sind schliesslich Wertüberlegungen, die entweder bloss mündlich abgegeben oder – was im vorliegenden Kontext von Interesse ist – in Form eines Berichts zur Wertberechnung dokumentiert werden. Einige Beispiele für solche Wertüberlegungen sind etwa die Prüfung der Angemessenheit von Sacheinlagen, Sachübernahmen und besonderen Vorteilen im Rahmen einer Gründung oder Kapitalerhöhung, die Bestätigung bei der Aufwertung zur Beseitigung einer Unterbilanz sowie die Prüfung der Angemessenheit der angebotenen

E. 1. Zur Vertrauenshaftung im Besonderen: BGE 120 II 197, E. 2b, E. 3; BGE 130 III 324, E. 2. Näheres hierzu in FN 280.

<sup>272</sup> Vgl. Art. 100 Abs. 1 OR (Wegbedingung der vertragsrechtlichen Haftung im Schweizer Privatrecht). Für das schweizerische Recht: HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 16 ff. (Haftung). Für das deutsche Recht: DIETMAR ERNST/JOACHIM HÄCKER, Unternehmensbewertungsgutachten, in: KARL PETERSEN/CHRISTIAN ZWIRNER (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung, Köln 2017, 1017–1032, Rz. 10 (Haftungsausschluss). Kritisch gegenüber einer Haftungseinschränkung im Auftragsverhältnis nach schweizerischem Recht: BK OR-FELLMANN, Art. 398 N 514 ff.

<sup>273</sup> Urteil 11 O 175/00 KfH des LG Heidelberg vom 26. Juni 2001, AG 2002, 298–301, 299 (Beschränkung der Haftung auf die Richtigkeit der einer Bewertung zugrunde gelegten Daten, Informationen und Schätzungen der Geschäftsleitung). Siehe hierzu auch den Kommentar von HARTWIN BUNGER in BB 2001, 1809–1813, 1813 (keine «Entwertung» des Bewertungsgutachtens durch Aufnahme von Haftungsbegrenzungen).

<sup>274</sup> ERNST/HÄCKER (FN 272), Rz. 10.

<sup>275</sup> So etwa HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 17. Siehe auch die Nachweise in FN 271.

<sup>276</sup> HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 142; HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 4), 199 f.

<sup>277</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. III.3.1.

<sup>278</sup> Vgl. Art. 18 Abs. 1 OR (Simulation). Ausführlich hierzu BSK OR I-WIEGAND, Art. 18 N 50 ff.

<sup>279</sup> Vgl. dazu im Zusammenhang mit Fairness Opinions FLAVIO ROMERIO/FRANK GERHARD, Rechtliche Erfordernisse und Haftung – Schweiz, in: WOLFGANG ESSLER/SEBASTIAN LOBE/KLAUS RÖDER (Hrsg.), Fairness Opinion: Grundlagen und Anwendung, Stuttgart 2008, 193–204, 201 f., insbesondere 202. Siehe mit Bezug auf Bewertungsgutachten auch HÜTTSCHE/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 17.

<sup>280</sup> Zur Haftung für Rat- oder Auskunftserteilung: BGE 111 II 474, E. 5 bis E. 8 (Haftung der Bank für Kreditauskunft über einen Bankkunden); Urteil 4C.193/2000 des BGer vom 26. September 2001, E. 4 (Haftung für Auskunft), mit Bemerkungen von WYSS/VON DER CRONE (FN 271), 115 ff.; BGE 130 III 345, E. 1 (Haftung eines Liegenschaftenschätzers aus Vertrag mit Schutzwirkung zugunsten Dritter). Zur Vertrauenshaftung: BGE 120 II 197, E. 2b (Voraussetzungen der Vertrauenshaftung nach Art. 33 Abs. 3 OR), E. 3 (Verneinung der kaufmännischen Rechtsscheinvollmacht im vorliegenden Fall); BGE 130 III 324, E. 2 (Haftung des Liegenschaftenschätzers gegenüber einem vertragsfremden Dritten aus erwecktem Vertrauen).

Gegenleistung bei einer Fusion oder anderen Umstrukturierung und die Erstellung einer Fairness Opinion.<sup>281</sup>

Wertüberlegungen sind vereinfachte Wertfindungen mit dem Ziel, mit eingeschränkten Informationen (z.B. ohne detaillierte Jahresrechnungen der vergangenen Jahre), eingeschränkten Tätigkeiten (z.B. ohne Prüfung oder Plausibilisierung der Planung) und eingeschränkter Methodik (z.B. nur mit einem Multiplikatorverfahren) eine Indikation über den Wert eines Unternehmens zu geben.<sup>282</sup> Auch bei gesetzlich geregelten Bewertungsaufgaben kann es sich um Wertüberlegungen handeln, die nicht immer ein abschliessendes Werturteil erfordern.

In einem Bericht zur Wertberechnung kann die Berichterstattung über die vorgenommenen Wertüberlegungen durchaus etwas kürzer ausfallen.<sup>283</sup> In der Schweizer Bewertungslehre wird zudem empfohlen, ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass nicht sämtliche erforderlichen Tätigkeiten für ein abschliessendes Werturteil durchgeführt worden sind und dass auch nicht alle dazu notwendigen Informationen vorgelegen haben.<sup>284</sup> Zudem wird ein Hinweis darauf empfohlen, dass «das Ergebnis möglicherweise anders ausgefallen wäre», wenn die Bewertung und die Berichterstattung in Form eines abschliessenden Werturteils erfolgt wäre.<sup>285</sup>

#### IV. Zusammenfassung und Fazit

Im vorliegenden Aufsatz wurden die rechtlichen Grundlagen und einige ausgewählte Rechtsfragen bei der Unternehmensbewertung einer nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaft in der Schweiz beleuchtet. Dem Aufsatz liegt ein interdisziplinärer und rechtsvergleichender Forschungsansatz zugrunde, der sich schwerpunktmässig mit gesellschafts- und umstrukturierungsrechtlichen Aspekten solcher Unternehmensbewertungen auseinandersetzt.

Im Rahmen der rechtlichen Grundlagen wurden die Aufgabe und die Funktion der bewertenden Person sowie der Anlass und der Zweck der Bewertung behandelt.<sup>286</sup> Damit konnten die Fragen beantwortet werden, *wer* eigentlich bewertet, *was* genau bewertet wird und *wozu*. Anschliessend wurden die Bewertungsgrundsätze und Bewertungsmethoden in der Schweiz und in Deutschland überblicksartig dargestellt, bevor der Zeitpunkt der

Unternehmensbewertung und die Unternehmensbewertung als juristische Aufgabe thematisiert wurden.<sup>287</sup> Dadurch konnten die weiteren Fragen beantwortet werden, *wie* bewertet wird, *wann* und *weshalb*.

Die erste Rechtsfrage, die vorliegend ausgewählt und näher untersucht wurde, betrifft die Mandatsannahme.<sup>288</sup> Konkret wurde in dieser Hinsicht untersucht, welche rechtlichen Anforderungen an die Unabhängigkeit der bewertenden Person zu stellen sind. Das Ergebnis dieser Untersuchung veranschaulicht klar und deutlich, dass die Unabhängigkeitsanforderungen an die bewertende Person in erster Linie vom *Bewertungszweck* (und damit von der Funktion der bewertenden Person) und vom *Bewertungsanlass* abhängen.

Eine zweite Rechtsfrage, welche hier analysiert und beurteilt wurde, bezieht sich auf die Mandatsabwicklung.<sup>289</sup> Im Einzelnen wurden die Möglichkeiten und Grenzen von Zu- und Abschlägen auf die Kapitalkosten oder den Unternehmens- oder Anteilswert einer nicht börsenkotierten Kapitalgesellschaft sorgfältig analysiert und differenziert beurteilt. Ergebnis dieser Analyse und Beurteilung ist, dass sich die praktische Handhabung, ökonomische Begründung und rechtliche Zulässigkeit solcher Zu- und Abschläge nach dem *Bewertungsanlass* und dem *Bewertungszweck* (und damit nach der Funktion der bewertenden Person) richten.

Die dritte Rechtsfrage, die vorliegend näher diskutiert wurde, steht im Zusammenhang mit der Dokumentation und Berichterstattung.<sup>290</sup> In diesem Zusammenhang wurden die Konsequenzen aus der Art und der Form der Berichterstattung für die Haftung der bewertenden Person diskutiert. Das Ergebnis dieser Diskussion zeigt deutlich auf, dass die Haftung der bewertenden Person massgeblich durch die Art und den Umfang der *Bewertungsaufgabe* (und damit durch die Funktion der bewertenden Person) bestimmt wird.

Daraus ergibt sich ein Gesamtbild, wonach die rechtlichen Grundlagen – insbesondere die Aufgabe, der Anlass und der Zweck der Bewertung – für die Beantwortung der ausgewählten Rechtsfragen von ausschlaggebender Bedeutung sind. Eine sinnvolle und überzeugende Unternehmensbewertung kann daher nur durch ein sauber abgestimmtes und fein austariertes Zusammenspiel von Rechts- und Wirtschaftswissenschaften erzielt werden.

<sup>281</sup> Vgl. Art. 635a und Art. 777c Abs. 2 Ziff. 1 (Gründung), Art. 652f Abs. 1 und Art. 781 Abs. 5 Ziff. 4 (Kapitalerhöhung) sowie Art. 670 Abs. 2 (Aufwertung) OR. Vgl. ferner Art. 15 (Fusion), Art. 40 (Spaltung) und Art. 62 (Umwandlung) FusG. Siehe auch Art. 755 OR und Art. 108 Abs. 2 FusG.

<sup>282</sup> So etwa HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 14, 16.

<sup>283</sup> Vgl. dazu etwa HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 142.

<sup>284</sup> HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 14, 142; HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 4), 200.

<sup>285</sup> HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 5), 14, 142; HÜTTCHÉ/MEIER-MAZZUCATO (FN 4), 200.

<sup>286</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. II.1, Ziff. II.2 und Ziff. II.3.

<sup>287</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. II.4, Ziff. II.5 und Ziff. II.6.

<sup>288</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. III.1.

<sup>289</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. III.2.

<sup>290</sup> Vgl. dazu vorne unter Ziff. III.3.